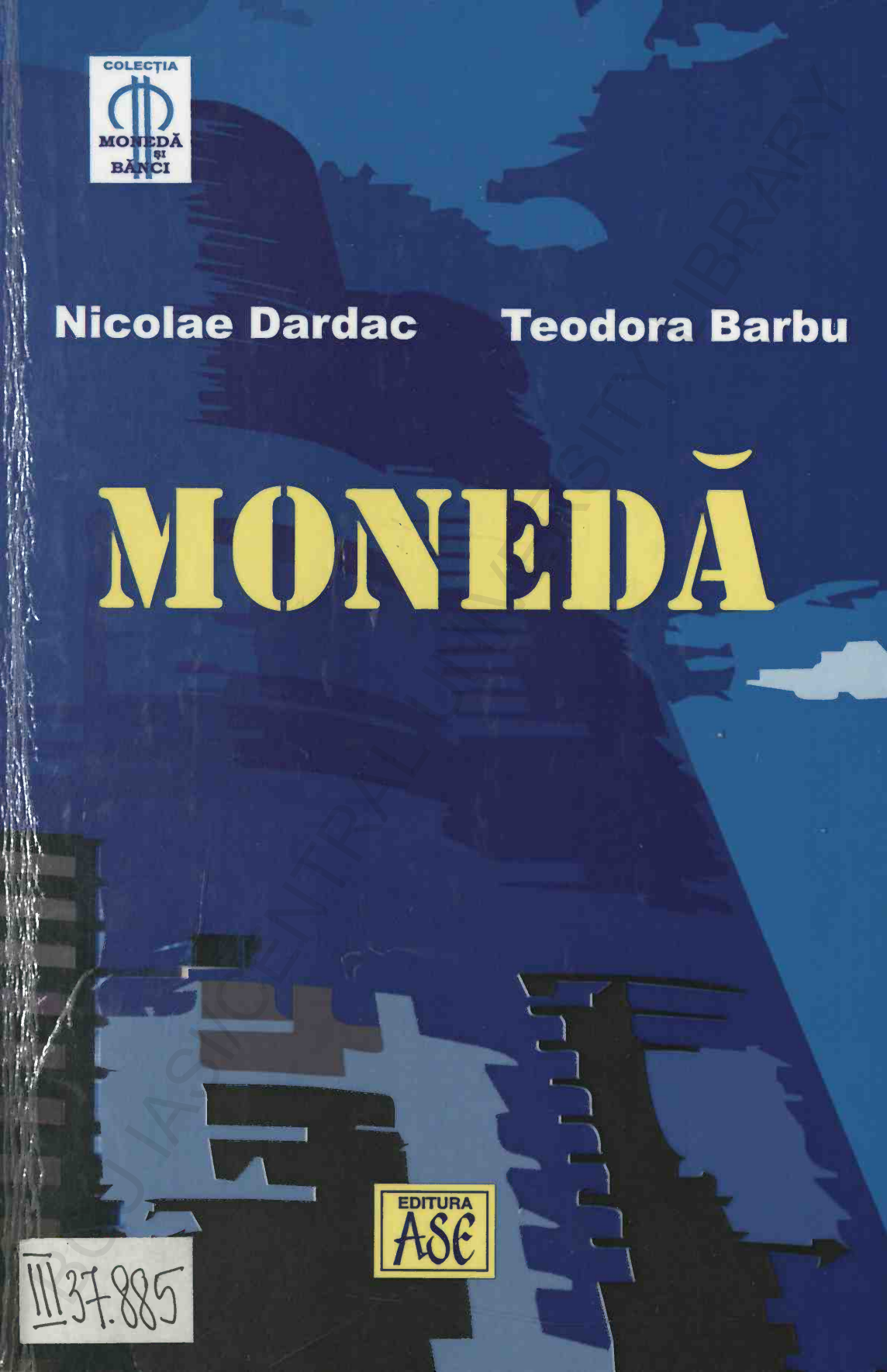

COLECȚIA
MONEDĂ
ȘI
BĂNCI
Nicolae Dardac
Teodora Barbu
MONEDĂ
EDITURA
ASE

III 37.885

BIBL. CENTR. UNIV.
„M. EMINESCU" IAŞI
III 37. 885

BCU IAŞI/CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

MONEDĂ

BCU IAȘI/CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

BCU IASI/CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

ACADEMIA DE STUDII ECONOMICE DIN BUCUREŞTI

568566

Prof. univ. dr. Nicolae DARDAC Prof. univ. dr. Teodora BARBU

MONEDĂ

465033
B.C.U. IAŞI

Editura ASE
Bucureşti
2009

BCU IAŞI/CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

Copyright © 2009, Editura ASE
Toate drepturile asupra acestei ediții sunt rezervate editurii.

Editura ASE
Piața Romană nr. 6, sector 1, București, România
cod 010374
www.ase.ro
editura@ase.ro

Descrierea CIP a Bibliotecii Naționale a României
DARDAC, NICOLAE
Monedă / Nicolae Dardac, Teodora Barbu. – București :
Editura ASE, 2009
Bibliogr.
ISBN 978-606-505-252-9
I. Barbu, Teodora
336.74

ISBN 978-606-505-252-9

Editura ASE
Redactor: Liliana Matei
Tehnoredactor: Violeta Rogojan
Coperta: Annelise Begu

BCU "SIVICENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

1 5 IUN. 2010

Motto

Banul duce la destrămarea imperiilor
şi la prăbuşirea cetăţilor.

Miron Costin

BCU IAŞI/CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

BCU IASI/CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

CUPRINS

PREFAȚĂ 9

Capitolul 1
MONEDA ŞI MASA MONETARĂ 11
1.1 Abordări ale monedei 11
1.1.1 Abordarea funcțională 12
1.1.2 Abordarea conceptuală 17
1.1.3 Abordarea formală 20
1.2 Masa monetară 27
1.2.1 Abordarea conceptuală a masei monetare 28
1.2.2 Indicatori de structurare a masei monetare 29
1.2.3 Utilitatea şi conținutul agregatelor monetare 30
1.2.4 Masa monetară în România 38
1.2.5 Contrapartidele masei monetare 43
1.3 Aplicații 45

Capitolul 2
CEREREA ŞI OFERTA DE MONEDĂ 51
2.1 Cererea de monedă 51
2.1.1 Fundamentele cererii de monedă 51
2.1.2 Ecuația cantitativă a cererii de monedă 55
2.1.2.1 Cererea patrimonială de monedă 56
2.1.2.2 Cererea tranzacțională de monedă 58
2.2 Oferta de monedă 59
2.2.1 Oferta de monedă centralizată 60
2.2.1.1 Oferta exogenă de monedă 61
2.2.1.2 Oferta endogenă de monedă 64
2.2.2 Oferta concurențială de monedă 68

Capitolul 3
INFLAȚIA 75
3.1 Abordări conceptuale şi cantitative 75
3.1.1 Conceptul de inflație şi limitele definirii acesteia 75
3.1.2 Cuantificarea inflației 78
3.2 Cauze şi forme ale inflației 82
3.2.1 Cauze ale inflației 82
3.2.2 Formele inflației 83
3.3 Efectele inflației şi corelația acesteia cu variabilele macroeconomice .. 88
3.4 Politici antiinflaționiste 95
3.5 Deflația: concept şi forme 97
3.6 Inflația în România 100
3.6.1. Evoluția inflației în perioada 1990-1999 100
3.6.2. Evoluția inflației în perioada 2000-2008 101
3.6.3. Țintirea inflației 103
3.7 Aplicații 109

Capitolul 4
CREDITUL ŞI DOBÂNDA 115
4.1 Definirea creditului şi caracteristicile relaţiilor de credit 115
4.2 Formele creditului. Criterii de clasificare 119
4.3 Dobânda şi rata dobânzii. Fundamentare şi corelaţii cu variabilele macroeconomice 131
4.3.1 Abordări conceptuale 131
4.3.2 Teoria preferinţei pentru lichiditate: cererea şi oferta de fonduri pe piaţa monetară 132
4.3.3 Corelaţia ratei de dobândă cu variabilele macroeconomice 142
4.4 Forme ale dobânzii 144
4.5 Aplicaţii privind calculul dobânzii 150

Capitolul 5
SISTEME MONETARE 161
5.1 Sisteme monetare naţionale 161
5.1.1 Abordare conceptuală şi elemente componente 161
5.1.2 Evoluţii ale sistemelor monetare naţionale 174
5.1.2.1 Sisteme monetare metaliste 174
5.1.2.2 Sisteme monetare nemetaliste (actuale) 178
5.1.3 Evoluţii ale circulaţiei monetare în România 180
5.1.4 Consiliul monetar 181
5.2 Sistemul Monetar Internaţional 185
5.2.1 Abordare conceptuală şi evoluţii 185
5.2.2 Sistemul Monetar Internaţional de la Bretton Woods 188
5.2.3 Dezechilibrele SMI şi necesitatea reformării acestuia 195
5.2.4 Moneda DST. Semnificaţie şi utilizare 202
5.2.5 Instituţiile internaţionale şi rolul acestora în cadrul SMI 206
5.3 Aplicaţii 210

Capitolul 6
UNIUNEA MONETARĂ EUROPEANĂ 215
6.1 Etape premergătoare Uniunii Monetare Europene 216
6.2 Sistemul Monetar European 219
6.2.1 Scop şi mecanisme de funcţionare 219
6.2.2 Evoluţia Sistemului Monetar European 223
6.3 Uniunea Monetară Europeană 226
6.3.1 Crearea Uniunii Monetare Europene. Tratatul de la Maastricht 226
6.3.2 Moneda EURO. Beneficii şi utilizări 231
6.3.2.1 Beneficiile monedei EURO 232
6.3.2.2 Utilizările monedei EURO 235
6.3.3 Integrarea monetară, componentă a integrării europene 239
6.4 Uniunea Monetară Europeană şi Teoria Zonelor Monetare Optime ... 244

BIBLIOGRAFIE 249

PREFAȚĂ

Misterioasă şi fascinantă, moneda concentrează putere. Indiferent de modul de organizare al societății şi de inovațiile din cadrul sistemelor monetare, moneda a îndeplinit roluri şi funcții cruciale. Ea a declanşat şi finanțat războaie, a dezvoltat şi prăbuşit economii, a reunit țări în regiuni şi blocuri monetare, a stimulat comerțul mondial, a accentuat dezechilibrele între țări, a necesitat instituții şi reglementări speciale. Astfel spus, moneda a marcat cel mai spectaculos salt al omenirii, din momentul trecerii de la economia nemonetară la cea monetară. Un salt care, încă, nu s-a finalizat, pentru că astăzi asistăm la alte ipostaze ale monedei şi instituțiilor monetare: moneda privată, moneda unică, moneda electronică.

În fața multitudinii de aspecte antrenate de monedă, principiul urmărit în prezentarea acestei lucrări este cel didactic. Parcurgând paginile care urmează, cititorul va ajunge să înțeleagă „cum?", „când?" şi „de ce?" moneda implică o diversitate de mecanisme şi instrumente, reglementări, politici şi piețe, instituții şi utilizatori, care, din momentul creației monetare până la cel al finalizării actelor economice, participă la îndeplinirea funcțiilor acesteia în spațiul național şi internațional.

Această carte abordează subiecte despre monedă din mai multe unghiuri, fiecare fiind reprezentat de importante momente şi experiențe din evoluția sistemelor monetare, oferind, astfel, o apreciere generală asupra a ceea ce este şi ce rol îndeplineşte aceasta în economie.

Ca repere ale acestei lucrări menționăm abordarea multidimensională a monedei şi a masei monetare, a cererii şi ofertei de monedă, respectiv a inflației, ca formă a dezechilibrelor din economie. Totodată, în economia lucrării un loc aparte îl ocupă evoluția fenomenelor şi proceselor monetare şi de credit, precum şi inovațiile care au reconfigurat arhitectura sistemelor monetare la nivel național, regional şi internațional.

Acestea sunt principalele coordonate care au călăuzit demersul nostru, în abordarea cărora aspectele teoretice au fost completate cu aplicații şi informații statistice specifice îndeosebi fenomenelor monetare din România şi UE.

Fără a considera că surprinde în mod exhaustiv complexitatea şi dinamica proceselor monetare, lucrarea se alătură altor cărți de referință publicate de autori de prestigiu din mediul academic şi care au reprezentat, pentru noi, surse benefice de informare şi documentare.

Adresăm mulțumiri Editurii ASE pentru receptivitatea dovedită față de intenția noastră de publicare a acestei cărți în colecția „Monedă-bănci". De asemenea, adresăm mulțumiri şi ne declarăm disponibilitatea de cooperare față de toți cei care, în urma lecturii, îşi vor exprima opiniile şi ne vor prezenta sugestii pentru îmbunătățirea şi completarea lucrării.

Autorii

Capitolul 1

Moneda şi masa monetară

1.1 Abordări ale monedei
1.1.1 Abordarea funcțională
1.1.2 Abordarea conceptuală
1.1.3 Abordarea formală
1.2 Masa monetară
1.2.1 Abordarea conceptuală a masei monetare
1.2.2 Indicatori de structurare a masei monetare
1.2.3 Utilitatea şi conținutul agregatelor monetare
1.2.4 Masa monetară în România
1.2.5 Contrapartidele masei monetare
1.3 Aplicații

Cuvinte-cheie: monedă; masă monetară; agregate monetare; contrapartidele masei monetare; multiplicator monetar; bază monetară

BCU CLUJ CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

MONEDA ŞI MASA MONETARĂ

Motto

Valoarea de bază a banilor stă în faptul că omul trăieşte
într-o lume în care banii sunt supraestimaţi.
Henry Louis Mencken

Caracterizate printr-o diversitate a mijloacelor de plată, economiile contemporane utilizează într-o măsură tot mai redusă formele tradiţionale ale monedei (biletele de bancă şi moneda metalică), care reprezintă doar o parte din masa monetară. O asemenea tendinţă se înscrie într-o evoluţie amplificată după anii '80, ca urmare a noilor tipuri de plasamente apărute pe piaţa financiară. Instrumentele financiare, care nu reprezintă monedă în sensul propriu-zis şi care pot fi transformate rapid în lichidităţi cu riscuri limitate şi în perioade de timp reduse, au modificat comportamentul agenţilor economici şi al utilizatorilor de monedă, în general.

Corespunzător acestor evoluţii, s-au produs modificări şi în structura masei monetare, respectiv a agregatelor monetare şi în modul de utilizare a acestora în fundamentarea politicilor monetare. Întrucât furnizează informaţii asupra cererii de monedă din punct de vedere calitativ şi cantitativ, agregatele monetare permit aplicarea politicii monetare. În Uniunea Europeană ţările membre au realizat, treptat, o convergenţă a politicilor lor, întrucât stabilitatea preţurilor a devenit un obiectiv prioritar comun. Preluând abordările monetariste, care evidenţiază relaţia stabilă dintre rata de creştere pe termen lung a mijloacelor de plată şi rata inflaţiei, aceste politici utilizează agregatele monetare ca instrumente privilegiate în scopul realizării obiectivului amintit. În plus, moneda electronică, reţeaua mondială a internetului, afacerile derulate tot mai mult într-un spaţiu cibernetic, exercită influenţe majore asupra politicii monetare şi a instrumentelor acesteia.

1.1 Abordări ale monedei

Natura monedei este prezentată în literatura de specialitate prin prisma a trei abordări diferite, dar şi complementare:

- abordarea **funcţională**, potrivit căreia moneda se defineşte prin funcţiile îndeplinite, respectiv prin răspunsul la întrebarea „ce face moneda?";

- abordarea **conceptuală** care este bazată pe găsirea de răspunsuri mai mult la întrebarea „ce este moneda?" şi mai puţin la „ce face?";
- abordarea **formală**, care oferă o viziune concretă a **fenomenului monedă.**

1.1.1 Abordarea funcţională

Abordarea funcţională explică esenţa monedei prin funcţiile îndeplinite de aceasta, şi anume:

- funcţia de etalon al valorii;
- funcţia de unitate de cont;
- funcţia de mijloc de plată (de schimb);
- funcţia de rezervă a valorii (mijloc de tezaurizare);
- funcţia de standard al plăţilor amânate.

Îndeplinirea acestor funcţii trebuie analizată în contextul economiilor contemporane, în cadrul cărora moneda reprezintă principalul instrument prin care sunt realizate tranzacţiile.

Deşi există aprecieri conform cărora barterul sau trocul (schimbul bunurilor în natură) este o caracteristică a economiilor nemonetare, totuşi, şi în zilele noastre există manifestări ale acestuia. Astfel, barterul apare ca un răspuns la excesul de produse şi servicii, situaţie în care anumiţi agenţi economici realizează tranzacţii directe marfă contra marfă.

De exemplu, în anul 1990, firma McDonnell Douglas Elicopter Company a încheiat un contract de barter, în condiţii de reciprocitate, cu o societate hotelieră, prin care se prevedea utilizarea de către angajaţii săi a unor camere de hotel, în schimbul livrării de materiale necesare întreţinerii acestuia.

Uneori, cu ajutorul computerelor şi al reţelei Internet, se dezvoltă relaţii internaţionale de barter. În acest context, rolul de monedă este îndeplinit de bunurile care fac obiectul tranzacţiilor, iar dintre funcţiile îndeplinite de acestea la modul general, sunt active cele de **mijloc de plată** (de schimb) şi de **etalon al valorii.**

1. Funcţia de etalon al valorii

Reprezintă cea mai importantă funcţie, întrucât permite evaluarea bunurilor şi serviciilor în termeni monetari şi efectuarea de comparaţii între preţurile acestora.

Spre deosebire de alte forme de etalon, precum minutul, kilogramul, metrul, etalonul valorii prezintă o anume caracteristică şi anume

inconstanța. Moneda sau banii, cu care se măsoară valoarea bunurilor şi serviciilor şi se stabilesc raporturile de echivalență dintre acestea, pot varia de-a lungul unei perioade de timp. În acest scop se utilizează **puterea de cumpărare,** aflată în raport invers proporțional cu evoluția prețurilor.

Alături de caracteristica **variabilității în timp**, moneda ca etalon al valorii prezintă şi trăsătura **indispensabilității**, în sensul că deținerea acesteia este absolut necesară fiecărui individ pentru obținerea bunurilor de care are nevoie şi pe care le preferă. Îndeplinirea funcției de etalon al valorii de către monedă poate fi ilustrată cu ajutorul următorului exemplu.

O comunitate compusă din 50.000 de locuitori îşi desfăşoară activitatea între granițele teritoriului „X" care nu a cunoscut utilizarea monedei şi nu a avut niciodată relații comerciale cu alte grupuri sociale. De-a lungul timpului, aici s-au dezvoltat trei activități productive: pescuitul, vânătoarea şi cultivarea cerealelor. Necesitățile consumului zilnic sunt următoarele: 20.000 kg peşte, 10 000 kg carne, 30.000 kg cereale (grâne). Producția ar putea fi schimbată cu alte categorii de produse, dar populația este mulțumită cu structura inițială.

Pornind de la aceste informații, se pot stabili următoarele echivalențe:

- *1 kg carne este echivalentul a 2 kg peşte şi a 3 kg cereale;*
- *alternativ, 1 kg peşte echivalează cu ½ kg carne şi cu 3/2 kg cereale;*
- *1 kg cereale echivalează cu 1/3 kg carne şi 2/3 kg peşte.*

Pe baza acestor raporturi de echivalență, fiecare locuitor poate procura celelalte două produse.

Aceste rații de consum zilnic sunt aproximative. Cel mai important lucru este ca fiecare individ al comunității să găsească un alt individ care să dorească produsele sale şi care, de asemenea, să dețină produsele de care primul are nevoie.

Să presupunem, în continuare, că în cadrul comunității s-au făcut progrese, şi anume s-a introdus moneda, ca mijloc de schimb şi etalon al valorii. Rolul de monedă revine cerealelor. Astfel, fiecare producător va accepta grânele în schimbul propriului produs, cunoscând că acestea pot fi folosite în continuare pentru obținerea de alte produse. În acest mod, cerealele sunt acceptate ca mijloc de schimb, chiar dacă vânzătorul de carne sau de peşte va deține o cantitate mai mare decât cea utilizată pentru propriul consum.

Efectele introducerii monedei

În condițiile în care grânele sunt considerate mijloc de schimb și etalon al valorii, se vor produce modificări ale ocupațiilor în cadrul comunității X.

Dacă cei ocupați cu vânatul și pescuitul trec la cultivarea de cereale, s-ar ajunge la deținerea de mai mulți „bani", în sensul că întreaga comunitate va ajunge să dețină numai cereale. În condițiile în care producția de cereale este în creștere, iar cantitatea de pește și carne se află în declin, atunci se manifestă o sporire a prețului acestor bunuri (preț exprimat prin cantitatea de grâne).

Să presupunem următoarele:

- *cantitatea zilnică de cereale consumate ajunge la 40.000 kg;*
- *consumul de carne scade la 5.000 kg;*
- *consumul de pește scade la 15.000 kg.*

Față de raporturile de echivalență inițiale, în noile condiții, 1 kg de carne este echivalentul a 3 kg pește și a 8 kg cereale, iar 1 kg de pește este echivalentul a 1/3 kg carne și a 2,66 kg cereale, respectiv se ajunge la majorarea „prețurilor" în raport cu cerealele.

Exemplul prezentat constituie o simplificare extremă, dar nu este complet nerealist. În cadrul societăților în care nu se produc cantități mari de bunuri, este convenabil a se utiliza un anumit bun cu rolul de echivalent general, deci ca etalon al valorii și ca mijloc de schimb.

2. Funcția de unitate de cont

Din funcția de bază a monedei, cea de etalon al valorii, rezultă că toate bunurile din economie sunt evaluate din punct de vedere monetar prin prețuri, ceea ce face posibile realizarea de înregistrări contabile și efectuarea de analize financiare.

Îndeplinind funcția de unitate de cont, moneda permite realizarea de comparații în timp și cuantificarea valorii adăugate în cadrul activității economice. Funcția de unitate de cont poate fi îndeplinită de monedă, fără existența fizică a acesteia. Asemenea cazuri se manifestă atunci când prețul unor bunuri și servicii este exprimat într-o altă monedă ce aparține fie unei alte perioade de timp, fie altei țări.

De exemplu, în Anglia era o obișnuință, în secolul al XX-lea, ca medicii și avocații să stabilească prețul serviciilor într-o monedă utilizată în secolul al XIX-lea, numită guinee. Pornind de la raportul de paritate existent

între moneda curentă şi moneda-unitate de cont, respectiv 1,5£/1 guinee, beneficiarii serviciilor respective achitau contravaloarea acestora în £.

Un alt exemplu îl reprezintă unitatea de cont denumită DST (Drepturi Speciale de Tragere) care a fost creată în 1969 de către FMI ca activ de rezervă al băncilor centrale. De asemenea, moneda Euro a îndeplinit rolul de unitate de cont în perioada 1 ianuarie 1999 – 31 decembrie 2001, fiind utilizată pentru exprimarea valorii contractelor, a bugetelor în spaţiul Uniunii Europene, fără a avea existenţă fizică.

3. Funcţia de mijloc de plată (de schimb)

Spre deosebire de troc (barter), moneda înlătură inconvenientul stabilirii echivalentului reciproc între toate bunurile din economie. De asemenea, moneda duce la disocierea schimbului marfă contra marfă în două operaţiuni distincte: o operaţiune de vânzare (flux real contra flux monetar) care permite obţinerea de monedă şi o operaţiune de cumpărare (care permite utilizarea fluxurilor monetare pentru obţinerea bunurilor reale).

În evoluţia societăţii, anumite bunuri, precum ceaiul, mirodeniile, bijuteriile, au servit ca monedă. După cel de-al Doilea Război Mondial, au fost acceptate, la modul general, ca mijloc de plată, ţigările. Comercianţii le-au acceptat ca mijloc de plată pentru vânzarea de produse ca, de exemplu, pâinea, laptele, hainele şi alte bunuri de strictă necesitate, întrucât puteau să-şi procure tot ceea ce doreau cu ţigările respective.

Într-o formă mai atenuată, utilizarea ţigărilor ca mijloc de plată a caracterizat şi ţările est-europeane, inclusiv România în anii '70-'80. Chiar la începutul anilor '90, în fosta Uniunea Sovietică ţigările erau utilizate ca mijloc de plată pentru procurarea unor produse forte (aparatura video), ori pentru câştigarea accesului spre putere.

Exemplele prezentate ilustrează faptul că, pentru acceptarea unui bun ca mijloc de plată, nu este necesară intervenţia guvernelor în scopul impunerii acestuia. De-a lungul timpului, autorităţile au declarat drept monedă anumite bunuri (metale preţioase, bijuterii), dar care nu au fost acceptate, la modul general, ca mijloc de plată. În anul 1828, de exemplu, guvernul rus a încercat să introducă platina ca metal monetar însă a abandonat acest demers datorită rarităţii metalului, valorii foarte ridicate şi neacceptării de către utilizatori.

În prezent, recunoaşterea generală ca mijloc de plată, de către toţi participanţii la derularea tranzacţiilor din economie, este atribuită bancnotelor, monedei de cont (scripturale) şi celei electronice.

Această funcţie evidenţiază faptul că moneda este utilizată pentru realizarea schimburilor dorite la costurile cele mai reduse, asigurându-se

astfel o stare de echilibru între cererea şi oferta de bunuri şi servicii. Calitatea monedei de intermediar al schimburilor permite evitarea inconvenientelor trocului şi prin aceasta constituie o funcţie monetară prin excelenţă.

Identificarea monedei în funcţia de intermediar al schimburilor a fost şi este o temă de actualitate. Ideea lui Adam Smith, care aprecia că moneda este „instrumentul universal al comerţului", se regăseşte şi la alţi economişti din zilele noastre care pun pe prim-plan această funcţie îndeplinită de monedă. În opinia lor, într-o economie cu un anumit grad de complexitate, cele două funcţii (unitate de cont şi intermediar al schimburilor) sunt importante pentru a explica realizarea echilibrului pe piaţa bunurilor şi serviciilor.

4. Funcţia de rezervă a valorii (mijloc de tezaurizare)

Înclinaţia spre economisire, atât a populaţiei, cât şi a agenţilor economici, conduce la constituirea unor depozite sau rezerve de valoare. Alături de imobile, terenuri, opere de artă, bijuterii, moneda constituie o formă a rezervelor de avere. Avantajul utilizării monedei ca rezervă decurge din gradul sporit de lichiditate, comparativ cu celelalte bunuri.

La modul general, prin lichiditate se înţelege capacitatea cu care anumite bunuri (active) sunt convertite în monedă, într-un interval scurt de timp şi cu costuri minime de transformare. Întrucât menţinerea unei rezerve de valoare sub formă de imobile sau alte active reale presupune un inconvenient major, atunci când se doreşte realizarea unei tranzacţii şi transformarea în lichidităţi imediate, rezultă că populaţia şi agenţii economici păstrează sumele mari de bani fie în numerar, fie în depozite la bănci. În anumite circumstanţe, moneda nu reprezintă o rezervă efectivă a valorii. Este cazul perioadelor de creştere rapidă a preţurilor. În asemenea situaţii, valoarea nominală a plasamentelor efectuate nu reprezintă valoarea reală a acestora, iar rata dobânzii nu compensează, decât parţial, pierderea de valoare datorată inflaţiei. Ca alternativă, se caută alte forme de conservare a valorii, dintre care aurul a fost o modalitate preferată după anii '70, când inflaţia şi preţul petrolului au sporit, iar cea mai atractivă investiţie a reprezentat-o plasamentele în metale preţioase.

Acest tip de plasament s-a utilizat până după anii '80, când preţul aurului a sporit considerabil, depăşind 950 $/uncia (o uncie = 31,1035 g), comparativ cu preţul de 200$/uncia cât se înregistra cu câţiva ani înainte. Declinul aurului ca instrument de rezervă a valorii a intervenit la jumătatea anilor '90, când preţul unciei a scăzut sub 370$ în contextul unui proces dezinflaţionist accentuat. Actuala criză financiară internaţională a

determinat o scădere dramatică a preţului activelor financiare, plasamentele cele mai sigure fiind în special cele în aur, al cărui preţ a depăşit 900$/uncie.

Această funcţie evidenţiază că moneda este rezervă a valorii, întrucât ea este conservată, la concurenţă cu alte bunuri, pentru constituirea patrimoniului agenţilor economici sau a portofoliului acestora. Aşa se explică comportamentul acelor actori ai pieţei care speră într-o apreciere viitoare a monedei, pe care o conservă cu scopul realizării unui câştig de capital. Deţinerea de monedă, spre deosebire de alte plasamente (active financiare, aur etc.), nu generează dobândă, iar valoarea capitalului monetar se depreciază în ritmul inflaţiei, ceea ce arată că moneda nu este o rezervă de valoare ideală. În economiile moderne există prea puţini factori care stimulează deţinerea de monedă ca scop în sine, aceasta fiind deţinută, mai degrabă, pentru funcţia de intermediar general al schimburilor.

5. Funcţia de standard al plăţilor amânate

Într-o astfel de funcţie, moneda se utilizează la exprimarea valorii contractelor pe termen lung, respectiv stabilirea în momentul actual a unei sume ce urmează a fi încasată sau plătită la o dată viitoare.

De exemplu, un colecţionar de artă acceptă să plătească unui pictor, care va termina un tablou peste 3 luni, o anumită sumă de bani, cu condiţia livrării acestuia la momentul stabilit. Într-un asemenea caz, se consideră că moneda în care s-a exprimat contractul îndeplineşte funcţia de standard al plăţilor viitoare.

Dezvoltarea tranzacţiilor la termen pe pieţele de capital naţionale şi internaţionale reprezintă, de asemenea, un factor ce permite manifestarea monedei în funcţia de standard al plăţilor viitoare.

1.1.2 Abordarea conceptuală

Abordarea funcţională a monedei furnizează argumente pentru o bună înţelegere a specificului acesteia, dar este incompletă, în condiţiile în care nu se precizează natura sa economică. Pentru a completa analiza este necesar să răspundem la întrebarea **ce este** moneda. La această întrebare s-au dat următoarele trei răspunsuri: *moneda este un bun, un activ, o instituţie*, fiecare din aceste abordări având la bază un anumit curent de gândire.

1. Moneda ca bun economic

Moneda ca bun ridică o serie de întrebări precum: **moneda este un bun marfă având şi alte utilizări sau este un bun specific? Este un bun material sau unul dematerializat, este bun de producţie sau bun de consum, este un bun public sau unul privat?**

Răspunsurile date unor asemenea întrebări au o deosebită importanţă pentru înţelegerea conţinutului monedei în această calitate.

▪ **Moneda: bun specific sau bun–marfă?**

Atunci când un bun îndeplineşte numai funcţii monetare, admitem că acesta este unul specific (monetar). În schimb, dacă se utilizează şi în scopuri nemonetare, atunci calificativul atribuit bunului respectiv este de **bun–marfă.**

Metalele preţioase, utilizate timp îndelungat ca instrumente de schimb, au fost bun–marfă, întrucât au avut şi o utilizare industrială. Procesul de inovaţie financiară a generat produse ale căror caracteristici le-au conferit utilizări în calitate de mijloc de schimb. Ca şi metalele preţioase în trecut, aceste noi produse financiare au o dublă utilizare, financiară şi monetară, putând fi calificate ca bun-marfă.

▪ **Moneda: bun material sau dematerializat?**

Moneda este un bun material (are o existenţă concretă) atunci când se poate compara cu alte bunuri, fiind utilizat în derularea actelor de vânzare-cumpărare şi al cărui cost de tranzacţionare este nul.

În schimb, moneda dematerializată (de cont, scripturală sau electronică) generează un anumit cost de tranzacţionare reprezentat de cheltuielile instituţiilor financiare emitente (comisioane), precum şi un cost de încredere, care constă în eforturile emitenţilor de a-i convinge pe utilizatori cu privire la calitatea monedei lor.

▪ **Moneda: bun de producţie sau bun de consum?**

În conformitate cu tradiţia monetară a Şcolii de la Chicago, moneda nu trebuie confundată cu cele două tipuri de bunuri, ci numai serviciile obţinute prin deţinerea acesteia sunt asimilate uneia sau alteia din categoriile amintite.

Dacă serviciile obţinute prin deţinerea de monedă sunt asimilate bunurilor şi serviciilor de consum, datorită faptului că acestea depind de cantitatea reală de monedă deţinută, atunci moneda se regăseşte în funcţia de utilitate a agenţilor economici şi este considerată bun de consum:

$$U = f(Ci, M/P)$$

în care:
U = funcţia de utilitate;
Ci = indicele a „n" bunuri de consum;
M = cantitatea de monedă nominală deţinută;
P = nivelul general al preţurilor.

Analiza neoclasică a comportamentului consumatorului permite deducerea cererii de monedă, în acelaşi mod în care se deduce cererea de bunuri de consum.

Dacă, în schimb, serviciile procurate cu ajutorul monedei sunt asimilate bunurilor de producţie, atunci moneda poate fi tratată, formal, ca un factor de producţie. Cantitatea reală de monedă intră în funcţiile de producţie alături de alţi factori precum munca şi capitalul:

$$Y = f(K, L, M / P),$$

în care:
Y = producţia;
K = factorul capital;
L = factorul muncă;
M/P = valoarea reală a cantităţii de monedă.

În aceste condiţii, deducerea cererii de monedă se realizează ca şi pentru ceilalţi factori de producţie, prin maximizarea profitului şi constrângerea funcţiei de producţie.

▪ **Moneda–bun privat sau bun public?**

Această distincţie aplicată monedei are la bază următorul argument: oferta de monedă poate fi încredinţată statului sau pieţei.

Calitatea unui bun de a fi la dispoziţia tuturor şi de a fi oferit de un singur furnizor, precum şi capacitatea acestuia de a genera interdependenţe între participanţii pe piaţă sunt trăsături valabile şi în cazul monedei, în ipostaza de bun public.

În schimb, caracterul de bun privat al monedei se manifestă în măsura în care o anumită cantitate de monedă oferă servicii şi permite realizarea de tranzacţii numai pentru persoanele deţinătoare a acesteia. Prin funcţia de unitate de cont, prin care li se furnizează informaţii colective tuturor utilizatorilor, moneda este un bun public; în schimb, prin funcţia de mijloc de plată (de schimb), moneda este un bun privat.

2. Moneda ca activ

Într-o altă concepţie moneda este considerată ca activ, ceea ce elimină interogaţiile multiple cu privire la rolul acesteia ca bun.

BCU CLUJ CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

Pentru că îndeplineşte funcţia de rezervă a valorii şi este deţinută doar temporar, moneda intră în patrimoniul agenţilor economici alături de alte active financiare şi reale, putând fi calificată ca activ monetar.

Succesul abordării monedei ca activ s-a datorat şi utilizării acesteia în: calculul economic; teoria alegerilor; gestiunea portofoliilor; arbitrajul între active monetare şi nemonetare etc. Concepţia asupra monedei, ca activ, permite identificarea a trei ipostaze ale acesteia:

- moneda ca rezervă de avere;
- moneda negeneratoare de dobândă pentru deţinători;
- moneda ca activ cu lichiditate maximă.

3. Moneda ca instituţie

Atunci când se afirmă că moneda este un intermediar al schimburilor, rezultă că aceasta caracterizează un sistem de schimb particular propriu economiilor monetare. Moneda este, astfel, indisolubil legată de piaţă, ceea ce reprezintă caracteristica aspectului său instituţional. Pentru a evidenţia rolul monedei ca instituţie, este necesară analiza originii sale, precum şi a evoluţiei sistemelor monetare actuale.

Moneda este o instituţie a pieţei, care nu a fost creată prin decretare, deci este constituită independent de orice convenţie şi lege. Utilizatorii de monedă din economie sunt conduşi de propriile lor interese, fără un acord prealabil, fără constrângeri legislative, ceea ce înseamnă că ei adoptă **instituţia monedă** prin care sunt facilitate şi coordonate acţiunile lor.

1.1.3 Abordarea formală

O analiză mai concretă a monedei, respectiv o reperare a formelor acesteia privite în evoluţia lor, poate fi realizată prin ceea ce se numeşte **abordare formală.**

- Forma de existenţă a monedei este **un prim criteriu de analiză** în funcţie de care distingem moneda **materială** şi moneda **scripturală (de cont).**

1. Moneda materială

Moneda materială cunoaşte două forme, în funcţie de natura materialului din care este confecţionată: moneda metalică şi moneda de hârtie.

a. Moneda metalică, cunoscută încă din antichitate, este bătută din metale comune, obişnuite, sau din metale preţioase. În Egiptul Antic, în

mileniul al III-lea î.e.n., ca instrument de schimb se folosea arama, iar în mileniul al II-lea î.e.n., aurul. La început se utilizau lingourile, dar, datorită inconvenientului pe care îl prezentau prin operaţiunile de divizare şi cântărire în momentul schimbului, s-a trecut la forma propriu-zisă a monedelor, ca piese metalice.

Generalizarea metalelor preţioase ca metal monetar a fost posibilă datorită calităţilor fizice şi chimice ale acestora şi anume:

- sunt puţin alterabile, iar prin aliaje cu alte metale capătă un grad de rezistenţă ridicat;
- se caracterizează printr-o mare divizibilitate (tehnica actuală permite tragerea a 14.000 foiţe dintr-o tablă de 1 mm aur);
- metalele preţioase concentrează o valoare mare într-un volum mic, ceea ce face posibilă îndeplinirea funcţiei de etalon al valorii;
- îşi menţin constantă valoarea în timp, iar falsificarea pieselor din metale preţioase este uşor recunoscută.

Deşi utilizarea metalelor preţioase ca metal monetar a prezentat avantaje certe, iar procesul schimbului a fost fluidizat, dezvoltarea dimensiunilor vieţii economico-sociale a reclamat, la un moment dat, o cantitate mai mare de metal preţios. Cantitatea limitată de metal preţios şi chiar utilizarea acestuia în alte scopuri decât cele monetare (industriale şi sub formă de tezaure personale) au condus la manifestarea unui dezechilibru între cererea şi oferta de monedă din metalul preţios, şi a impus căutarea altor forme de monedă, respectiv cea din hârtie.

b. Moneda de hârtie îmbracă, la rândul său, două forme:

- moneda de hârtie reprezentativă (biletul de bancă sau bancnota);
- moneda convenţională (emisă de stat).

Moneda de hârtie reprezentativă. Are la bază o anumită garanţie, iar mărimea, cantitatea şi circulaţia acesteia sunt precis reglementate. Cele mai reprezentative forme sunt: biletele de bancă sau bancnotele.

Iniţial valoarea nominală a unui bilet de bancă trebuia să fie garantată cu active reale, respectiv era necesară existenţa unui stoc de metale preţioase la emitent, ceea ce oferea posibilitatea transformării în aur prin convertibilitate.

Apariţia biletului de bancă (bancnota) s-a realizat prin două modalităţi:

- emiterea certificatelor de depozit;
- circulaţia cambiilor.

Emiterea certificatelor de depozit este plasată în timp în China, în secolul al X-lea, când se prezentau în cadrul schimbului anumite înscrisuri care echivalau cu o cantitate de metal prețios.

În Europa, activitatea negustorilor care se deplasau dintr-o localitate în alta era însoțită de depunerea cantităților de monedă (aur) la banca din localitatea de domiciliu și obținerea, în schimb, a unui înscris, sub formă de certificat de depozit nominal. Un asemenea înscris putea fi transformat în metal prețios de către o altă bancă, din altă zonă, cu care banca emitentă avea relații.

Principalele avantaje pe care le prezenta bancnota, sub forma certificatului de depozit, au constat în următoarele:

- se înlăturau riscul și cheltuielile antrenate de efectuarea transportului;
- se adapta mai ușor cantitatea de monedă la dimensiunile tranzacțiilor din economie;
- conferea deținătorului siguranța că emitentul va plăti suma înscrisă pe biletul de bancă.

Prin apariția **cambiilor**, biletul de bancă (sau bancnota) intra în circulație, în sensul că orice deținător al unei cambii (care prezenta o anumită obligație a emitentului), dacă o depunea la bancă, primea în schimb bancnota proprie a acesteia.

Varianta modernă a bancnotei aparține întemeietorului Băncii Suediei, Palmstruch. Din acel moment, bancnota s-a confecționat dintr-un anumit material, o hârtie specială semnată de către emitent.

În condițiile în care deținătorii de bilete reprezentative nu se prezentau întotdeauna pentru retragerea metalului monetar depozitat, instituțiile bancare au emis și pus în circulație o cantitate de bilete superioară cantității de metal. În secolul al XVII-lea, acest tip de monedă a fost inaugurat în Europa de către bancherul suedez Palmstruch, moment după care emisiunea de bilete convertibile în metal s-a generalizat, stabilizându-se în secolul al XIX-lea în jurul raportului 1/3 (o valoare cantitate de aur pentru trei părți de bilete). Inițial, aceste bilete au fost considerate drept o simplă emisiune de monede, după care statul le-a stabilit un curs legal, respectiv a impus obligativitatea acceptării lor de către agenții economici cu același titlu ca moneda metalică. Aceste bilete convertibile erau considerate monedă fiduciară, întrucât valoarea lor depindea de încrederea pe care utilizatorii o acordau mai degrabă emitenților, decât cantității de metale prețioase.

În condițiile în care încrederea deținătorilor de bilete convertibile dispărea, atunci emitenții puteau fi în situația de faliment, întrucât valoarea

totală a biletelor puse în circulaţie exceda cantitatea de metal preţios din rezervă. Într-o asemenea situaţie, statul intervenea frecvent pentru a declara un „curs forţat" al biletelor de bancă, pentru a-i degaja pe emitenţi de obligaţia convertibilităţii. În Franţa, de exemplu, cursul forţat a fost inaugurat în 1719 pentru biletele emise de John Law. În prezent toate ţările emit bilete de bancă neconvertibile care, fiind detaşate de metalele preţioase, sunt desemnate şi cu termenul „hârtie monetară".

În funcţie de utilizări, se pot distinge următoarele perioade în evoluţia bancnotelor şi anume:

- de la apariţie până la sfârşitul secolului al XVIII-lea, perioadă în care bancnota a fost folosită ca mijloc de plată între bănci;
- de la începutul secolului al XIX-lea până la jumătatea secolului al XIX-lea, perioadă în care bancnota a fost utilizată ca monedă în relaţiile comerciale;
- de la jumătatea secolului al XIX-lea până la sfârşitul secolului, când bancnota era folosită ca monedă auxiliară (moneda principală era confecţionată din aur);
- de la sfârşitul secolului al XIX-lea până la începutul Primului Război Mondial, când bancnota era folosită ca monedă principală;
- de la sfârşitul Primului Război Mondial, bancnota este forma unică de existenţă a monedei materiale.

Moneda de hârtie convenţională

Cealaltă formă de existenţă a monedei de hârtie a reprezentat-o moneda emisă şi pusă în circulaţie de către stat, numită şi **moneda de hârtie convenţională** sau hârtie monedă. Această monedă era pur convenţională, fără acoperire şi garanţie din partea statului. Scopul pentru care era emisă îl reprezenta acoperirea unor nevoi ale statului, această monedă îndeplinind în special funcţia de mijloc de schimb.

2. Moneda scripturală

Crearea monedei fără garantarea cu un stoc de aur la nivelul emitentului, practicată de către băncile comerciale, prin înscrierea într-un cont a sumei deţinute de client, a condus la o altă formă de existenţă a monedei, şi anume **moneda scripturală** (de cont). Aceasta reprezintă o formă a bancnotei, bazată pe încredere (moneda fiduciară) şi care cunoaşte importante modificări din punctul de vedere al formei de prezentare. Cecurile şi viramentele constituie forme actuale ale monedei fiduciare,

emisiunea lor având la bază deschiderea unui cont la bancă de către agenții economici. Circulația monedei scripturale se limitează la înregistrări în conturi bancare prin care se diminuează, respectiv se majorează sumele din conturile corespondente. O altă formă de existență a monedei scripturale o reprezintă cărțile de plată (carduri bancare) și moneda electronică.

Integrarea monedei electronice, într-o măsură tot mai sporită, în procesele economice și manifestarea acesteia printr-o diversitate de instrumente (carduri bancare, viramente automatizate, cambii în format electronic și ordine de plată computerizate) necesită identificarea efectelor pe care le antrenează asupra emitenților, utilizatorilor și asupra autorității monetare.

Definirea monedei electronice, „ca mijloc de plată în format electronic, care permite efectuarea de achiziții de bunuri și servicii, plata datoriilor și care implică o relație între trei categorii de participanți: bănci, comercianți și consumatori", o plasează alături de celelalte forme ale monedei, care îndeplinesc aceleași funcții, respectiv moneda materială și cea scriptural (de cont). Particularitatea acestui tip de monedă provine din forma sa de prezentare, întrucât semnifică totalitatea înregistrărilor din memoria calculatoarelor (înregistrări care reprezintă valori monetare) și totalitatea fluxurilor băneşti care circulă prin canale de comunicare electronice. Impunerea cu rapiditate a acestui tip de monedă, alături de formele clasice și în detrimentul lor, poate fi explicată prin avantajele pe care le oferă: viteza de transfer sporită, risc de fraudă și costuri de administrare reduse. Datorită caracteristicilor sale, moneda electronică are o deplină utilizare în comerțul internațional, domeniu în care efectuarea plăților se realizează chiar în momentul finalizării tranzacțiilor.

Abordarea monedei electronice din perspectiva utilizării pe scară largă ridică problema impactului acesteia asupra utilizatorilor. Astfel, orice trecere către o formă superioară de monedă antrenează efecte psihologice asupra utilizatorilor, în sensul opoziției privind acceptarea unui nou instrument care să îndeplinească funcțiile de etalon al valorii, mijloc de plată (și schimb), rezervă a valorii etc.

Acceptarea de către participanții la procesul schimbărilor a unei noi forme de monedă este necesară, întrucât impunerea prin lege nu este suficientă pentru recunoaşterea unui bun în această calitate. Trecerea de la moneda cu valoare intrinsecă la moneda fiduciară a necesitat un interval de timp îndelungat și un salt în conștiința utilizatorilor de monedă, situație care se manifestă și în prezent. Opoziția latentă față de un nou tip de monedă este susținută și de incapacitatea emitenților de a-i conferi acesteia siguranță și de a genera încredere la nivelul participanților la procesele economice.

➢ **Al doilea criteriu îl reprezintă calitatea emitentului**, în funcţie de care distingem:

- moneda creată de agenţii economici;
- moneda creată de tezaur sau trezorerie;
- moneda creată de bănci.

Moneda creată de agenţii economici a funcţionat în cadrul sistemelor monetare bazate pe etalonul aur. În baza acestui mecanism, agenţii economici se prezentau la monetărie cu lingouri de aur şi primeau în schimb echivalentul în aur monedă. Un lingou standard reprezintă 400 uncii, respectiv 12,44 kg aur. De exemplu, în anul 1928, pentru un lingou de aur, suma minimă schimbată în Franţa era 215.000 FF.

Moneda creată de tezaur reprezintă moneda creată de trezoreria statului în funcţie de necesităţile economiei şi prin respectarea restricţiilor impuse de politica monetară a băncii centrale.

Moneda creată de bănci cuprinde atât moneda creată de banca centrală (moneda centrală), cât şi moneda creată de băncile comerciale (moneda scripturală). Moneda scripturală creată de băncile comerciale apare sub forma soldurilor creditoare înregistrate la nivelul întregului sistem bancar şi se regăseşte în economie sub forma creditelor acordate agenţilor economici. Moneda creată de banca centrală se regăseşte în circulaţie sub forma numerarului (moneda metalică şi bancnote) aflat la deţinătorii bancari şi nebancari.

➢ **Un al treilea criteriu** de clasificare a monedei este cel al obligaţiei pe care şi-o asumă emitentul şi în raport cu care avem:

- moneda convertibilă;
- moneda neconvertibilă.

Prin definiţia dată de FMI, **convertibilitatea** reprezintă, în sens larg, desfiinţarea restricţiilor şi discriminărilor în domeniul plăţilor şi transferurilor internaţionale, iar în sens restrâns, obligaţia băncilor din fiecare ţară de a cumpăra propria monedă deţinută de alte bănci, cu condiţia ca aceasta să provină din operaţiuni curente.

Convertibilitatea monetară a cunoscut două forme principale: *convertibilitatea metalică* şi *convertibilitatea în valută*, fiecare din acestea putând îmbrăca forma convertibilităţii interne şi externe.

Convertibilitatea metalică s-a practicat în perioada etalonului aur-monedă (gold standard), mecanismul acesteia dând posibilitatea schimbării în aur a întregii cantităţi de bancnote deţinute de populaţie sau de agenţii economici.

Convertibilitatea în valută, ca formă a convertibilităţii care se practică în prezent, a fost adoptată de ţările europene în anul 1958 şi dă

posibilitatea transformării unei monede în alta. În condițiile convertibilității interne, atât rezidenții, cât și nerezidenții pot, în mod liber, să vândă și să cumpere valută în schimbul monedei naționale și pot face operațiuni cu valute. În România, în anul 1991, s-a adoptat forma convertibilității interne sau de cont curent. Convertibilitatea externă în valută este rezervată numai persoanelor nerezidente și este limitată datorită nivelului redus al rezervelor valutare ale țărilor, în prezent doar un număr redus de monede beneficiind de acest statut.

Există, de asemenea, și *moneda neconvertibilă* care circulă numai în cadrul granițelor naționale și este deținută în exclusivitate de către persoanele rezidente.

- **Valoarea pe care o încorporează moneda** reprezintă un **alt criteriu** de clasificare și în funcție de care avem: moneda cu valoare integrală și moneda–semn (reprezentativă). Moneda cu valoare integrală (intrinsecă) este moneda care conține o cantitate de metal prețios, egală cu valoarea nominală atribuită. Spre deosebire de aceasta, moneda–semn (numită și fiduciară) are inscripționată o valoare nominală diferită de valoarea reală a materialului din care este confecționată.
- Un ultim criteriu de clasificare îl reprezintă **capacitatea liberatorie** (circulatorie), în raport cu care distingem:
  - moneda legală;
  - moneda facultativă;
  - moneda fracționată.

Moneda legală este stabilită prin lege (în anul 1867, în România s-a adoptat ca monedă **leul**, cu 100 subdiviziuni numite *bani*) având capacitate circulatorie sau liberatorie nelimitată în cadrul granițelor naționale.

Moneda facultativă este moneda care există ca alternativă de constituire a depozitelor, în perioadele de manifestare a inflației și de depreciere a monedei naționale. În general, este o monedă străină care nu fluctuează puternic la manifestarea anumitor factori din interiorul granițelor naționale, asigurând o protecție a economiilor populației și ale agenților economici. Nu este monedă legală, dar este acceptată de instituțiile de credit și preferată de populație pentru constituirea rezervelor de avere.

Moneda fracționară a fost specifică perioadei bimetalismului și a îmbrăcat, în principal, forma monedei de argint, care circula în paralel cu moneda de aur.

Din diversitatea formelor de existență ale monedei de-a lungul evoluției sale, rezultă că anumite caracteristici s-au menținut în permanență,

astfel încât să permită îndeplinirea tuturor funcţiilor, acestea fiind: *acceptabilitate, lichiditate, stabilitate şi legalitate.*

Acceptabilitatea reprezintă o caracteristică a monedei, indiferent de forma acesteia şi de perioada de timp în care a circulat. Cu cât o monedă este mai acceptată, cu atât este mai căutată, respectiv este universal dorită, întrucât în schimbul ei pot fi primite bunuri şi prestate servicii. **Acceptabilitatea prezintă importanţă întrucât se află la baza lichidităţii**, aceasta fiind cea care îl determină pe deţinătorul de monedă să o utilizeze imediat pentru procurarea de bunuri fără a suporta costuri de transformare. Moneda este fundamentul lichidităţii: alte forme de active financiare sau reale sunt mai mult sau mai puţin lichide unele faţă de altele, dar niciunul nu este în aceeaşi măsură de lichid ca moneda, nivelului maxim al lichidităţii acordându-i-se valoarea 1(unu).

Stabilitatea. Pentru ca utilizarea monedei să fie satisfăcătoare, este necesar ca aceasta să fie caracterizată prin stabilitate. Atunci când moneda este utilizată ca rezervă a valorii sau ca standard al plăţilor amânate, este important ca valoarea acesteia să nu prezinte fluctuaţii semnificative.

Instabilitatea monedei creează dificultăţi şi în procesul de utilizare a acesteia ca mijloc de plată (schimb). Când populaţia îşi pierde încrederea în moneda naţională, va prefera să nu o deţină şi va încerca să o păstreze în perioadele de scădere a preţurilor, încurajând astfel viitorul declin al acestora. Stabilitatea nu trebuie considerată ca o invariabilitate a monedei. O scădere a valorii monedei poate fi acceptată şi argumentată într-o economie, atunci când preţurile înregistrează o creştere graduală. De asemenea, poate apărea normală şi menţinerea nemodificată a valorii monedei de-a lungul unei perioade de timp.

Legalitatea monedei. Scopul declarării legalităţii monedei este acela de a creşte acceptabilitatea acesteia. De-a lungul timpului, legile cu privire la moneda legală au avut diferite grade de complexitate, dar acestea s-au modificat. Leul are caracteristica de monedă legală pentru orice sumă şi pentru orice scop. Depozitele constituite în altă monedă decât cea naţională pot genera avantaje pentru deţinătorii acestora, ca urmare a cursului de schimb, dar nu sunt recunoscute ca monedă legală.

1.2 Masa monetară

Întrucât moneda, aşa cum am menţionat, presupune o mulţime de abordări, este necesar să dispunem şi de o serie de indicatori cantitativi, reprezentativi pentru analiza masei monetare.

1.2.1 Abordarea conceptuală a masei monetare

Într-o primă accepțiune, masa monetară reprezintă un indicator care desemnează totalitatea mijloacelor de plată existente în economia unei țări la un moment dat, sau ca medie pe o anumită perioadă. De asemenea, într-o altă abordare, masa monetară este un indicator statistic care se cuantifică pe baza bilanțului centralizat al sistemului bancar dintr-o țară, după deducerea operațiilor duble dintre instituțiile de credit.

La nivelul unei economii, deținătorii de monedă aparțin atât sectorului bancar, cât şi celui nebancar. Sectorul bancar al economiei este reprezentat, în principal, de băncile comerciale care dețin rezerve în moneda băncii centrale (bilete de bancă, depozite atrase de la populație şi agenți economici), iar sectorul nebancar al economiei este constituit din agenți economici şi populație, care dețin bancnote, monedă metalică şi depozite în conturi curente la băncile comerciale.

Rezultă, astfel, că **masa monetară** este constituită dintr-un stoc de creanțe asupra băncilor, creanțe aflate în posesia utilizatorilor de monedă, bancari şi nebancari.

Pentru a determina nivelul masei monetare se iau în considerare mijloacele băneşti existente în conturile clienților, plus numerarul în circulație, respectiv elementele din pasivul băncilor comerciale şi cele din pasivul băncii centrale.

În schema următoare sunt prezentate relațiile de corespondență care se stabilesc între deținătorii şi utilizatorii de monedă în cadrul economiei.

Agenți economici şi populație	
1A. Bilete (monede) ale băncii centrale **2A.** Depozite în conturi curente la bănci comerciale	

Bănci comerciale	
3A. Bilete (monede) ale băncii centrale **4A.** Depozite în conturi curente la banca centrală	**2P.** Depozite la vedere ale agenților economici şi ale populației

Banca centrală	
- Aur - Devize - Credite acordate statului - Creditele acordate băncilor	**1P.** Bilete (monede) ale: - agenților economici; - populației. **3P.** Bilete (monede) ale băncilor comerciale **4P.** Depozite la vedere ale băncilor comerciale

BCU IASI / CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

Luând în considerare elementele bilanțiere de mai sus, rezultă că măsurarea masei monetare se poate realiza prin următoarele două modalități:

- prin însumarea cantităților de monedă care figurează în activul participanților din economie: **Mm = 1A + 2A + 3A + 4A;**
- prin însumarea datoriilor care figurează în pasivul bilanțului băncilor comerciale şi în pasivul bilanțului băncii centrale: **Mm = 1P + 2P + 3P + 4P.**

Identitatea bilanțieră care se manifestă între aceste componente demonstrează că, la nivelul economiei, creanțele monetare asupra băncilor sunt egale cu datoriile, respectiv cu angajamentele acestora.

1.2.2 Indicatori de structurare a masei monetare

Pentru a măsura cantitatea de monedă existentă în economie, autoritățile monetare utilizează **agregatele monetare**, publicate în rapoartele lunare, trimestriale şi anuale. Agregatele monetare se utilizează în majoritatea țărilor şi constituie definiția oficială a monedei care, însă, nu este lipsită de ambiguități.

Din punct de vedere statistic, pentru măsurarea masei monetare se recurge la structurarea acesteia, ceea ce permite calcularea **indicatorilor şi a agregatelor monetare.**

Delimitarea componentelor masei monetare din circulație se realizează după următoarele criterii, utilizate în statistica monetară internațională:

a. calitatea utilizatorilor;
b. natura social–economică a deținătorilor de monedă;
c. rotația şi rolul diferitelor componente ale masei monetare în economie;
d. gradul de lichiditate al componentelor masei monetare.

a. Din punctul de vedere al utilizatorilor, masa monetară poate fi analizată ca monedă scripturală (bani de cont) şi numerar. Aceste sume apar ca solduri în conturile bancare deținute de populație sau ca numerar în casieriile agenților economici şi ale instituțiilor.

b. Din punctul de vedere al deținătorilor, se disting:
- mijloace băneşti ce aparțin sectorului public;
- mijloace băneşti ce aparțin sectorului privat.

c. Din punctul de vedere al rotației şi al rolului, se disting:
- mijloace băneşti cu circulație curentă;
- mijloace băneşti economisite;
- alte mijloace băneşti.

Acest criteriu este utilizat de **statistica FMI**, care utilizează noțiunile:

- *money* ce cuprinde: numerarul din afara sistemului bancar şi disponibilitățile din conturile curente (îndeplinesc funcțiile de mijloc de plată şi de schimb)
- *quassi money,* care cuprinde depozitele pe termen scurt ale agenților economici şi ale populației;
- *other ithems,* care cuprinde mijloacele băneşti cu mişcare lentă sau fără mişcare.

d. Din punctul de vedere al lichidității se disting:

- lichidități primare (care cuprind mijloace băneşti rapid transformabile în numerar şi fără costuri de convertire);
- lichidități secundare (care cuprind mijloace băneşti a căror transformare în numerar se realizează cu anumite întârzieri şi costuri de convertire);
- lichidități terțiare (care includ acele mijloace băneşti mai greu transformabile în lichidități), cu costuri importante şi cu perioade de aşteptare.

1.2.3 Utilitatea şi conținutul agregatelor monetare

Agregatele monetare

O încercare de definire a masei monetare conduce la concluzia că aceasta regrupează active lichide şi active negociabile fără risc. Regruparea activelor se realizează în mai multe etape, prin fiecare definindu-se câte un agregat care încorporează active cu grade de lichiditate tot mai scăzute, desemnate cu inițialele M_1, M_2, M_3,....M_n.

Propunerile concrete ale autorităților monetare referitoare la definirea şi măsurarea masei monetare fac obiectul unor dezbateri susținute, datorate ambiguității conceptuale a agregatelor monetare. Definirea „instabilă" a agregatelor poate fi susținută cu următoarele argumente. Până în anul 1978 componentele masei monetare erau grupate în funcție de un *criteriu instituțional simplu*, cel al naturii bancare a emitenților. Astfel, activele pe termen scurt emise şi administrate de bănci erau considerate drept active monetare, iar cele emise de instituțiile financiare nebancare erau considerate active financiare. Criteriul instituțional permitea analiza masei monetare doar ca ofertă de monedă, dar a fost înlocuit cu **un alt criteriu, cel al lichidității patrimoniale** în anul 1986, de când masa monetară este privită ca o cerere de monedă. De asemenea, în anul 1991, în majoritatea țărilor, agregatul cel mai cuprinzător (M_4) a fost înlocuit cu agregatul L

(lichiditatea). Lansarea monedei euro a generat, de asemenea, o reformă în domeniul agregatelor monetare la nivelul UE, ceea ce exprimă caracterul dinamic al acestora.

Instabilitatea definiţiilor nu este datorată numai unei evoluţii a inovaţiilor monetare şi financiare, ci şi unei concepţii extensive asupra monedei. În opinia unor autori **există o multitudine de indicatori pentru măsurarea cantităţii de monedă, agregatul M_1 fiind suficient pentru aprecierea acesteia în funcţia de mijloc de schimb.** Existenţa a trei, patru agregate monetare, iar în unele ţări chiar a mai multora, se explică prin considerarea monedei ca activ lichid şi prin relativitatea noţiunii de lichiditate. Clasarea activelor în funcţie de gradul de lichiditate reprezintă o acţiune dificilă, dar nu imposibilă, prin care se face distincţia dintre activele monetare şi alte active. Autorităţile monetare au ales nu o singură linie de demarcaţie, ci trei sau patru, între activele nemonetare şi monedă. Astfel, un număr sporit de agregate diluează funcţia monetară de tranzacţionare, iar funcţia de rezervă a valorii este luată în considerare în accepţiunea sa cea mai cuprinzătoare.

Atribuirea caracterului de **agregat monetar** nu este suficientă pentru ca un activ să fie, în realitate, monedă. Astfel, bonurile de tezaur care au caracteristicile obligaţiunilor intră în definirea agregatului M_3 (sau M_4), ceea ce ridică îndoieli cu privire la natura monetară a acestui agregat şi demonstrează excesul autorităţilor monetare în măsurarea cantităţii de monedă. În literatura de specialitate s-a conturat opinia potrivit căreia natura unui agregat monetar este discutabilă, întrucât îndeamnă la o viziune globală, macroeconomică, a fenomenelor monetare şi a interdependenţelor acestora cu cele reale.

Un agregat monetar reprezintă un ansamblu omogen de active susceptibile de a fi utilizate ca mijloc de plată; întrucât toate activele figurează într-un agregat monetar, acestea au o lichiditate echivalentă. Politica monetară a BCE (Banca Centrală Europeană) induce ideea ca ţările membre să dispună de agregate similare, fără ca definiţia masei monetare să poată prezenta diferenţe de la o ţară la alta, ceea ce însemnă că, în prezent, toţi participanţii la euro dispun de agregate care au acelaşi conţinut.

Până în anul 1999, fiecare ţară europeană a practicat propria definire a agregatelor şi, chiar dacă existau unele similitudini, *definirea agregatului M_3* ca pivot al politicii monetare a constituit elementul de diferenţiere. Motivele acestor diferenţieri ţineau de fiscalitatea asupra unor active diferite, precum şi de factorii instituţionali care permiteau distincţia între sectorul creator de monedă (financiar) şi cel deţinător de monedă (necreator) şi care nu erau aceleaşi în toate ţările.

Arhitectura comună a agregatelor monetare în cadrul UE a necesitat şi reglarea problemei definiţiilor. Astfel BCE a decis armonizarea definiţiilor pentru elementele fundamentale ale agregatelor, în modul următor:

- Sectorul creator de monedă sau cel al **instituţiilor financiare şi monetare (IMF)** regrupează, potrivit definiţiei, **entităţile situate în zona euro, ale căror exigibilităţi vis-à-vis de sectorul creator de monedă prezintă un caracter puternic monetar**. În categoria IMF sunt incluse: băncile centrale naţionale şi BCE, instituţiile de credit şi alte instituţii de acordare a creditelor, precum şi organismele de plasament colectiv (OPCVM).
- Sectorul deţinător de monedă regrupează ansamblul de instituţii care nu sunt IMF, rezidente în zona euro, cu excepţia administraţiilor publice centrale. În această categorie se includ: sectoarele nefinanciare, instituţiile financiare (altele decât IMF), guvernele, statele federale, colectivităţile locale şi administraţia securităţii sociale.
- Exigibilităţile IMF permit operarea unei anumite distincţii între ele, în funcţie de caracterul acestora, mai mult sau mai puţin monetar.

În construirea agregatelor monetare în zona EURO s-au aplicat două principii:

a. **principiul lichidităţii descrescătoare;**
b. **principiul omogenităţii.**

a. Acest principiu explică faptul că activele monetare sunt ordonate pornind de la cele mai lichide, respectiv mijloacele de plată imediate, cu putere liberatorie nelimitată, până la formele cel mai puţin lichide (M_3).

b. Principiul omogenităţii subliniază că elementele care sunt adăugate la un agregat pentru a-l constitui pe următorul sunt active apropiate, respectiv au, relativ, acelaşi grad de lichiditate, fiind uşor substituibile din punctul de vedere al utilizării.

În caseta următoare sunt prezentate **agregatele monetare definite de BCE.**

Agregatul monetar restrâns (M_1) cuprinde moneda fiduciară (bilete şi piese), precum şi soldurile care pot fi imediat transformate în numerar sau utilizate pentru plăţi scripturale, respectiv depozitele la vedere.

Agregatul intermediar (M_2) cuprinde moneda în sens restrâns M_1 plus depozitele la termen cu o durată inferioară sau egală cu 2 ani, precum şi depozitele însoţite de un preaviz de rambursare, inferior duratei de trei luni. După caracterul mai mult sau mai puţin monetar, aceste depozite pot fi transformate în componente ale agregatului M_1 (restrâns), dar în anumite cazuri pot exista restricţii precum existenţa unui preaviz, a unui interval de timp, a penalităţilor sau a comisioanelor.

Agregatul monetar în sens larg (M_3) regrupează M_2 plus instrumentele negociabile emise de sectorul IMF. Anumite instrumente monetare, în particular titlurile OPCVM şi instrumentele pieţei monetare, sunt incluse în acest agregat. Datorită nivelului lor ridicat de lichiditate şi valorii garantate, aceste instrumente constituie substitute apropiate depozitelor. De asemenea, datorită includerii lor în M_3, acest agregat este puţin afectat de transferurile operate între diferite categorii de active lichide, având astfel un caracter mai stabil.

Sintetizând, potrivit definiţiei dată de Banca Centrală Europeană, în componenţa agregatelor se includ următoarele elemente:

M_1 = bancnote şi piese + depozite la vedere;

M_2 = M_1 + depozite la termen cu scadenţa iniţială ≤ 2 ani + depozite cu preaviz la 3 luni;

M_3 = M_2 + titlurile organismelor de plasament colectiv + certificate de depozit cu scadenţe de maxim 2 ani.

Întrucât, în ultimii ani, în ţările dezvoltate s-a înregistrat un declin al reprezentativităţii agregatelor monetare şi un rol din ce în ce mai scăzut în conducerea politicii monetare, Banca Centrală Europeană acordă un loc privilegiat agregatelor monetare în adoptarea propriei strategii monetare.

Ca structură, masa monetară la nivelul anului 2007, sintetizată în M_3, se prezintă conform tabelului 1.1.

BCU IAŞI

Masa monetară în zona EURO (la sfârşitul anului 2007)

Tabelul 1.1

mil. euro

Componente ale masei monetare	Valoare în sumă absolută (în 2007)	Pondere în total Mm (M_3)
• Numerar în circulaţie	627,0	7,25%
• Depozite overnight	3199,0	37,02%
Agregatul M_1 (restrâns)	**3826,5**	**44,27%**
• Alte depozite la termen	3505,3	40,53%
- cu scadenţă iniţială de 2 ani	1970,8	22,80%
- depozite notificate cu preaviz, la 3 luni	1534,5	17,73%
Agregatul M_2 (intermediar)	**7331,8**	**84,83%**
• instrumente negociabile ale pieţei monetare:	1310,4	15,163%
- unităţi de fond ale fondurilor monetare	680,4	7,87%
- certificate de depozit	312,7	3,62%
- titluri de creanţe cu durata <2 ani	317,3	3,67%
Agregatul M_3 (larg)	**8642,2**	**100%**

În construcţia agregatelor monetare băncile centrale ţin seama, în principal, de trei criterii:

- eficacitatea agregatelor monetare;
- caracterul controlabil;
- disponibilitatea statistică.

Eficacitatea agregatelor monetare se interpretează în funcţie de capacitatea acestora de a se constitui în obiective intermediare ale politicii monetare. Acestea trebuie să ofere informaţii complexe şi să atragă atenţia asupra evoluţiei comportamentului agenţilor economici. Ca tendinţă generală, se constată că autorităţile monetare acceptă mai multe agregate monetare, fixând tot atâtea obiective câte agregate sunt create. Evoluţia agregatelor monetare nu este influenţată numai de comportamentul agenţilor economici şi al populaţiei, ci şi de modificările reglementărilor în vigoare.

Caracterul controlabil al agregatelor monetare evidenţiază influenţa pe care o poate exercita autoritatea monetară atunci când se constată că evoluţia unui agregat nu este corespunzătoare şi se încearcă corijarea acesteia.

Disponibilitatea statistică desemnează calitatea agregatului monetar de fi rapid disponibil şi în măsură de a permite autorităţilor monetare o reacţie rapidă. În general, se recomandă agregate mai restrânse, mai uşor de calculat.

Exemplele următoare demonstrează că numărul agregatelor diferă în funcţie de obiectivele politicii monetare.

Astfel, în **SUA**, elementele masei monetare au fost o bună perioadă de timp grupate în cinci agregate:

M_1 = numerar în circulaţie (în afara sistemului bancar) şi depozite la vedere;

$M_2 = M_1$ + depozite la termen la băncile comerciale;

$M_3 = M_2$ + depozite la termen la băncile populare şi la casele de economii;

$M_4 = M_3$ + certificate de depozit negociabile;

$M_5 = M_4$ + certificate de depozit de mare valoare.

Odată cu înfiinţarea **BCE, autorităţile monetare din SUA** au redefinit masa monetară, pe care au structurat-o după cum urmează:

M_0 = total monedă aflată în circulaţie (numerar) + conturi la băncile centrale (cu grad de lichiditate).

$M_1 = M_0$ minus partea din M_0 deţinută ca rezervă + sume în conturi curente sau „checking".

$M_2 = M_1$ + conturi de economii + conturi ale pieţei monetare + + depozite de mică valoare (certificate de depozit sub 100.000$).

$M_3 = M_2$ + alte certificate + depozite în eurodolari + acorduri de răscumpărare.

Din anul 2006, Sistemul Federal de Rezervă a renunţat la publicarea agregatului M_3, întrucât guvernatorii băncilor centrale au considerat că acesta nu conţine informaţii adiţionale despre activitatea economică, comparativ cu cele încorporate în M_2.

La modul general, se poate aprecia că:

- **agregatul M_1** regrupează toate mijloacele de plată efective şi depunerile în conturi curente, deci toate mijloacele băneşti cu circulaţie curentă;
- **agregatul M_2** este mai cuprinzător şi include, în afară de M_1, ansamblul plasamentelor la termen în vederea economisirii, posibil a fi transformate în lichidităţi, într-un anumit interval de timp;
- **agregatul M_3** include, pe lângă M_2, active cu diferite grade de lichiditate, în structura cărora se află certificatele de depozite, bonurile de casă etc.

BCU IASI / CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

Dacă se utilizează criteriul lichidității, se poate construi agregatul L, care înglobează toate celelalte componente precedente, la care se adaugă titlurile financiare pe termen mediu şi lung, care pot fi transformate mai lent în lichidități.

Indiferent de numărul agregatelor utilizate, componenta M_1 a masei monetare este cea mai activă, în sensul că intermediază cel mai mare număr de acte de vânzare–cumpărare din economie. Analiza datelor privind masa monetară în circulație şi structura acesteia, pe baza datelor publicate de statistica financiară-internațională, conduce la concluziile de mai jos.

- În țările în curs de dezvoltare, mijloacele băneşti sub formă de lichidități (M_1) dețin aproximativ 60% din masa monetară, în Asia; 40% în țările din America Latină; 27-28% în țările industrializate.
- Obiectivele în domeniul politicilor monetare din țările industrializate includ şi evoluția agregatelor monetare. De exemplu, în cadrul UEM, Banca Centrală Europeană a fixat o limită de creştere anuală a agregatului M_3 de 4,5%, asigurând astfel stabilitatea prețurilor. Aceste norme de creştere a agregatelor monetare evidențiază voința autorităților monetare de a menține o orientare restrictivă cu scopul frânării inflației şi asigurării unei concordanțe între creşterea masei monetare şi creşterea PIB.
- Rolul agregatelor monetare se manifestă, cu precădere, în conducerea politicii monetare, în măsura în care controlul masei monetare este mijlocul principal de acțiune prin care o bancă centrală asigură stabilitatea prețurilor. O asemenea politică necesită cunoaşterea evoluției comportamentului agenților nefinanciari în domeniul monetar şi financiar, aspect permis de existența agregatelor.

Până la lansarea EURO, fiecare bancă centrală națională îşi determina propriile obiective, însă perspectiva Uniunii Monetare a condus la o convergență a acestora şi a instrumentelor utilizate pentru realizarea lor. Totodată, crearea Băncii Centrale Europene a modificat unele aspecte în ceea ce priveşte stabilitatea şi formularea obiectivelor. Astfel **agregatul reprezentativ este M_3.** Definirea masei monetare prin intermediul acestui agregat este bine corelată cu evoluția ratei inflației, aspect pe care alte agregate nu-l permit. Controlul agregatului M_3 prezintă o probabilitate foarte puternică de a se acționa asupra evoluției ratei inflației. Anunțarea clară şi oficială, de către autoritățile monetare, a unei creşteri a agregatului M_3 trebuie să permită agenților economici să îşi stabilizeze comportamentul în materie de utilizare a încasărilor monetare, întrucât anticipările lor se determină pe baza unor elemente cunoscute. Acțiunea este posibilă numai în

măsura în care agregatul de referință nu înregistrează variații semnificative. Dar, cu cât agregatul este mai restrâns, cu atât variațiile riscă a fi mai importante, şi invers, cu cât agregatul este mai larg, mişcările din interiorul agregatului nu afectează nivelul global al acestuia.

În statutul BCE se precizează că banca are ca misiune asigurarea stabilității prețurilor în zona euro, ceea ce corespunde unei rate a inflației cuprinsă între 0 şi 2% pentru ansamblul zonei. BCE a estimat, aşa cum am menționat, că rata minimă de creştere a agregatului M_3, compatibilă cu obiectivul final, este de 4,5%, această rată trebuind să fie înțeleasă ca un indicator de evoluție a creşterii mijloacelor de plată în zona euro, ceea ce permite eventuale intervenții din partea autorităților monetare.

Determinarea ratei de creştere a masei monetare, compatibilă cu stabilitatea prețurilor, poate fi evidențiată încercând să se găsească răspunsul la întrebarea:

Care trebuie să fie rata de creştere a masei monetare (agregatul M_3) dacă rata reală de creştere economică previzionată este de 2,5%, iar rata inflației acceptabilă este de 1,5% (se presupune că viteza de circulație a monedei este constantă)?

Aplicarea ecuației schimburilor, MV = PT, permite deducerea nivelului masei monetare M, astfel:

$$M = \frac{PT}{V},$$

în care:
P = nivelul prețurilor;
T = volumul tranzacțiilor;
V = viteza de circulație.

Întrucât se presupune că viteza de circulație a monedei este constantă, atunci variația masei monetare nu poate proveni decât din variația prețurilor şi a volumului tranzacțiilor.

Ținându-se cont de remarca precedentă, se poate scrie:

$$\frac{\Delta M}{M} = \frac{\Delta P}{P} + \frac{\Delta T}{T},$$

în care:

$\frac{\Delta M}{M}$ măsoară variația în procente a masei monetare (sau rata de creştere a masei monetare);

$\frac{\Delta P}{P}$ măsoară variația în procente a prețului (reprezintă rata inflației, care în enunț este de 1,5%);

$\frac{\Delta T}{T}$ măsoară variația în procente a producției (reprezintă rata reală de creștere economică și care în enunț este de 2,5%).

Rezultă, astfel, că rata de creștere a masei monetare, compatibilă cu o rată a inflației de 1,5% și o rată de creștere reală de 2,5%, este de 4%.

$$\frac{\Delta M}{M} = 1,5+2,5 = 4\%$$

Limitele acestei abordări provin din formula ecuației schimburilor și a relațiilor de cauzalitate implicate și care pot fi enunțate astfel:

- ipotezele politicii de inspirație monetaristă sunt, deseori, criticate, întrucât sunt contestabile și au la bază o relație cauzală care nu a fost demonstrată la modul real;
- una din ipoteze și cea mai puternică este viteza constantă de circulație a monedei, aspect contestat de realitate (în multe perioade ea înregistrează, cel puțin pe termen scurt, ample fluctuații);
- o altă limită se referă la relația cauzală între variația cantității de monedă în circulație și fluctuațiile ratei inflației, în teoria cantitativă, primul factor explicându-l pe al doilea. Însă corelațiile statistice nu semnifică și cauzalitatea, putând fi la fel de posibil ca masa monetară să fie ajustată după evoluția prețurilor, întrucât primul fenomen este modificarea prețurilor. De asemenea, creșterea masei monetare poate proveni din majorarea producției. Toate acestea demonstrează că nu este evidentă relația de cauzalitate: masa monetară – rată a inflației.

1.2.4 Masa monetară în România

Începând cu 1 ianuarie 2007, definirea agregatelor monetare în România se realizează conform metodologiei Băncii Centrale Europene, ceea ce a condus la structurarea masei monetare în următoarele agregate:

M_1: *masa monetară în sens restrâns*, care include:

- numerarul în circulație (bancnote și monede);
- depozite overnight (care pot fi imediat convertibile în numerar sau utilizate pentru plăți prin transfer bancar).

M_2: *masa monetară intermediară*: cuprinde masa monetară în sens restrâns M_1, la care se adaugă:

- depozite cu durată inițială de până la doi ani inclusiv;

- depozite rambursabile după notificare la cel mult trei luni inclusiv.

M_3: *masa monetară în sens larg* cuprinde masa monetară intermediară (M_2) la care se adaugă:

- instrumente financiare tranzacționabile emise de sectorul instituțiilor financiar-monetare;
- instrumente ale pieței monetare (unități ale fondurilor monetare și împrumuturi din operațiuni report).

Actuala structurare a masei monetare reflectă interesul acordat analizei şi monitorizării unui agregat monetar care, pe lângă numerar include şi depozitele cu un grad ridicat de lichiditate, respectiv M_2.

De asemenea, gradul sporit de lichiditate al unităților fondurilor de piață monetară şi al împrumuturilor din operațiuni repo face ca aceste instrumente să fie substitute pentru depozite şi să fie incluse în agregatul M_3.

Până la 31 decembrie 2006, pentru analiza masei monetare s-au utilizat următoarele agregate:

- masa monetară în sens larg (M_2), care era formată din *masa monetară în sens restrâns (M_1)* şi *cvasi-bani*.

În structura agregatului M_1 erau incluse:

- numerar în circulație;
- disponibilități la vedere.

Agregatul cvasi-bani includea:

- economii ale populației;
- depozit în lei;
- depozit în valută.

Un alt indicator utilizat în analiză este **baza monetară** (M_0). Aceasta reprezintă un indicator calculat ca medie zilnică şi la sfârşitul perioadei, în structura căruia includem următoarele active:

- numerarul din casieriile băncilor;
- numerarul în afara sistemului bancar;
- disponibilitățile instituțiilor de credit la BNR.

BCU IAŞI CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

Determinarea *bazei monetare* se realizează prin însumarea unor elemente care apar în bilanțul băncii centrale.

Bilanț banca centrală

Active	Pasive
1. Valută, aur, devize; 2. Împrumuturi guvernamentale; 3. Împrumuturi acordate băncilor; 4. Alte active.	5. Numerar deținut de populație și agenți economici; 6. Numerar deținut de bănci; 7. Depozite ale băncilor comerciale; 8. Depozite ale sectorului public; 9. Alte pasive.

Baza monetară 5+6+7
Rezerve bancare: 6+7
Numerar în circulație: 5+6

Un alt aspect care trebuie evidențiat cu privire la masa monetară este faptul că stocul de monedă nu este **constant**; acesta se reînnoieşte continuu prin procesul de creare şi distrugere a monedei. Astfel, masa monetară reprezintă un indicator a cărui evoluție reflectă sporirea dimensiunilor economice şi monetare ale activității.

În tabelul următor este redată evoluția masei monetare în perioada 2005-2008 (luna noiembrie).

Evoluția agregatelor monetare: perioada 2005-2008

Tabelul 1.2
mil. lei

Anul	M_3 total	M_1	Din care:		M_2	Din care:	M_3-M_2	Din care:		
		Total	Numerar	Depozit overnight	Total	Depozite cu durata de până la 2 ani inclusiv	Total	Împrumuturi din operațiuni repo	Unități de fond de piață monetară	Titluri de valoare negociabile cu maturitate de până la 2 ani
12.2005	86525,5	33760,2	11385,5	22374,6	86230,3	52470,1	295,2	86,2	172,5	36,6
12.2006	110821,0	48726,1	15130,1	33596,0	110442,3	61716,2	378,7	110,4	220,9	47,4
12.2007	148115,5	79914,3	21441,7	58472,5	148043,6	68129,3	71,9	34,5	37,4	-
11.2008	164727,4	92400,8	25229,8	67171,0	164370,1	71969,4	357,3	182,9	174,4	-

BIBLIOTECA CENTRALĂ UNIVERSITARĂ LIBRARY

Evoluţia bazei monetare: perioada 2005-2008

Tabelul 1.3

mil. lei

Perioada	Numerar în casieriile intermediarilor financiar-bancari		Numerar în circulaţie		Disponibil la BNR		Baza monetară	
	Medie zilnică	La sfârşitul perioadei	Medie zilnică	La sfârşitul perioadei	Medie zilnică	La sfârşitul perioadei	Medie zilnică	La sfârşitul perioadei
12.2005	839,2	1346,7	9306,2	11385,5	7196,8	9479,7	17342,2	22212
12.2006	1446,1	2226,5	13230,9	15129,9	10394,1	17223,6	25071,1	34580,1
12.2007	1746,7	4003,0	18101,1	21441,7	15365,5	23427,8	35213,3	48872,5
11.2008	218,38	3414,5	24507,54	25229,8	19996,05	20892,1	46618,9	49536,4

Baza monetară prezintă importanţă întrucât permite determinarea unui indicator denumit *multiplicatorul monetar*. Acesta semnifică variaţia masei monetare la creşterea cu o unitate a bazei monetare.

Multiplicatorul monetar se determină ca raport între masa monetară în sens larg (M_3) şi baza monetară (M_0). Pe baza datelor din tabelul 1.2. şi 1.3. se poate determina valoarea multiplicatorului monetar $\left(Mm = \frac{M_3}{M_0} \right)$

Determinarea multiplicatorului monetar

Tabelul 1.4

Perioada	M_3	Baza monetară (M_0) la sfârşitul perioadei	Multiplicatorul monetar
2005	86525,5	22212,0	3,880
2006	110821,0	34580,1	3,204
2007	148115,5	48872,5	3,030
2008	164727,4	49536,5	3,325

Potrivit valorilor înregistrate de multiplicatorul monetar la sfârşitul anului 2007, la creşterea cu o unitate a numerarului sau a depozitelor băncilor comerciale la banca centrală, masa monetară (M_3) sporeşte cu 3,03 unităţi monetare.

Evoluţia **masei monetare** în concordanţă cu dimensiunea activităţii economice poate fi pusă în evidenţă prin corelarea acestui indicator cu Produsul Intern Brut.

Corelaţia masă monetară – PIB permite **determinarea gradului de monetizare a economiei** şi a vitezei de circulaţie a monedei.

Gradul de monetizare a economiei arată ponderea masei monetare în PIB (M_3/PIB), respectiv gradul de alimentare a economiei cu masă monetară.

Viteza de circulație a monedei arată numărul de tranzacții intermediate de o unitate monetară în decursul unei perioade de un an (PIB/M_3). Acest indicator se poate calcula în funcție de diferite componente ale masei monetare, ceea ce pune în evidență faptul că cel mai dinamic element al masei monetare este numerarul.

În tabelul următor este redată evoluția gradului de monetizare al economiei și a vitezei de circulație calculată în funcție de masa monetară în sens larg. Se remarcă, pe de o parte, gradul redus al monetizării economiei, care în decurs de 15 ani s-a situat între 25% și 35%, cu un nivel considerabil mai redus comparativ cu cel al Poloniei (41%), Ungariei (44%), Slovaciei (62%), Cehiei (72%). Pe de altă parte, se observă viteza de circulație a monedei situată între 3 rotații/an și 3,11 rotații/an ceea ce înseamnă că o unitate monetară a intermediat, în medie, trei tranzacții în decursul unui an.

Gradul de monetizare a economiei și viteza de circulație

Tabelul 1.5

Anul	PIB	M_3	Grad de monetizare M_3/PIB	Viteza de circulație PIB/M_3
2005	-	86525,5	-	-
2006	336,303	110821,0	32,95%	3,034
2007	404,700	148115,5	36,59%	2,73
2008	513,500	164727,4	32,07%	3,11

Compararea vitezei de rotație în intervalul 2005-2008 cu cea înregistrată în perioada 1997-2003 arată că acest indicator a înregistrat o diminuare considerabilă (4,03 în 1997; 4,12 în 1999; 4,3 în 2000; 2,73 în 2007 și 3,11 în 2008) ceea ce reflectă sporirea încrederii deținătorilor și utilizatorilor în moneda națională și reducerea inflației.

La modul general, o creștere accentuată a vitezei de circulație a masei monetare este expresie a neîncrederii în moneda națională și se traduce prin oferirea acesteia în vederea achiziționării de diferite bunuri sau active; în schimb, diminuarea vitezei de circulație exprimă un ritm mai redus de intermediere a tranzacțiilor, datorită preferinței deținătorilor pentru monedă, ca mijloc de economisire.

Masa monetară exercită o importantă influență asupra **lichidității economiei**, definită ca ansamblul activelor lichide. Lichiditatea reprezintă

calitatea unui activ de a fi negociabil imediat, fără riscul unei pierderi semnificative de capital. Din acest punct de vedere, moneda este considerată ca activul cu lichiditatea perfectă, dar cu randament zero.

La nivelul economiei se poate cuantifica **rata lichidităţii** ca raport între ansamblul activelor lichide şi PIB.

Nivelul lichidităţii monetare a economiei depinde de stabilitatea preţurilor şi de comportamentul deţinătorilor de monedă. De exemplu, în perioadele de inflaţie, deţinătorii vor transforma moneda în active reale cu grad mai redus de lichiditate, ceea ce va antrena creşterea preţurilor, sporirea vitezei de circulaţie şi reducerea gradului de lichiditate al economiei.

1.2.5 Contrapartidele masei monetare

Masa monetară reprezintă (aşa cum am mai precizat) stocul de monedă aflată la deţinătorii şi utilizatorii bancari şi nebancari şi se regăseşte în pasivul băncilor comerciale, pe de o parte, ca monedă scripturală, şi în pasivul băncii centrale, sub formă de monedă centrală.

Întrucât pasivul bilanţier este acoperit integral de activ, respectiv de contrapartida sa contabilă, rezultă că masa monetară prezintă drept **contrapartide** elementele din activul bilanţier al băncii centrale. Regruparea în categorii semnificative a contrapartidelor permite evidenţierea următoarelor elemente:

- contrapartida externă;
- contrapartida internă.

Contrapartida externă este reprezentată de activele externe nete, compuse din: aur, devize şi valute. Orice modificare a mărimii deţinerilor de aur, valute şi devize ale băncii centrale, ca urmare a vânzării şi cumpărării acestora, antrenează o variaţie a masei monetare, prin mecanismul creaţiei monetare.

Totodată, contrapartida externă reprezintă expresia contabilă a influenţei relaţiilor internaţionale asupra masei monetare. **Un import** de mărfuri antrenează o diminuare a stocului de masă monetară, întrucât întreprinzătorul care realizează operaţiunea transformă o cantitate de monedă naţională în valută, cu care îşi onorează obligaţiile de plată.

Astfel se diminuează atât nivelul masei monetare, cât şi componenta valută din contrapartida externă. De asemenea, **un export** conduce la creşterea masei monetare întrucât sumele încasate în valută sunt transformate în monedă naţională. În acest mod se poate explica influenţa pe

care deficitul sau excedentul balanței de piață o exercită asupra masei monetare și asupra lichidității economiei.

Contrapartida internă este reprezentată de **activele interne nete**, în cadrul cărora au importanță **creditul neguvernamental** și **creditele acordate statului.**

Creditul neguvernamental reprezintă sumele acordate de banca centrală băncilor din sistem, prin operațiuni de refinanțare și care, la rândul lor, se regăsesc sub formă de credite acordate economiei (populației și agenților economici). La modul general, atunci când o bancă acordă un credit unui client, se produce creația de monedă scripturală, dimensiunile masei monetare cresc, iar băncile îndeplinesc un rol monetar.

În cazul **creditului guvernamental** (sub forma titlurilor publice achiziționate de banca centrală de la Ministerul Finanțelor) se folosește conceptul de *creanțe asupra trezoreriei.* Orice credit guvernamental acordat presupune creație monetară, respectiv emisiune monetară, pentru ca sumele respective să fie utilizate pentru achitarea contravalorii titlurilor. Analiza contrapartidelor masei monetare pe cazul României evidențiază că principala pondere au deținut-o creditele acordate economiei, sub forma creditului neguvernamental (între 50% și 90%) în perioada 2005-2008. De asemenea, începând cu anul 2004, datorită reglementărilor adoptate, Banca Națională a României nu a mai participat direct pe piața primară pentru achiziționarea de titluri de trezorerie, motiv pentru care în totalul activelor interne nete sunt incluse doar creditele neguvernamentale (după cum rezultă și din tabelul următor).

Contrapartidele masei monetare

Tabelul 1.6

mil. lei

Anul	Masa monetară totală	Active externe nete		Active interne nete	
			%	Total	%
2005	86230,3	41500,7	48,12	45024	52
2006	110442,3	38734,1	35,07	72087	65,27
2007	148043,6	29076	19,64	119039	80,4
2008	164370,1	13615,7	8,2	151111,7	91,9

Din analiza datelor din tabel rezultă preponderența activelor interne drept contrapartidă a masei monetare (de la 52% în 2005, până la 92% în 2008) și diminuarea contrapartidei externe nete (de la 48% în 2005 până la 8% în 2008) ceea ce semnifică un impact mai redus al tranzacțiilor internaționale asupra stocului de masă monetară din economie.

1.3 Aplicații

Aplicația nr. 1

La momentul T_0 se cunosc următoarele informații despre activele monetare din țara „X", membră a Uniunii Europene:

- certificate de depozit: 29,7 mil. euro;
- depozite la termen, cu scadență inițială de 2 ani: 540,3 mil euro
- depozite overnight: 980,7 mil. euro;
- numerar în circulație: 120 mil. euro;
- unități de fond emise de fondurile de investiții: 19,2 mil. euro;
- titluri de stat cu scadență mai mică de 12 luni: 162,5 mil. euro

Nivelul PIB al țării „X" este de 7025,5 mil. euro.

a. Să se determine:
   1. valoarea agregatului intermediar M_2;
   2. viteza de circulație a monedei (în sens larg);
   3. gradul de monetizare a economiei.

b. Dacă în momentul T_1 se înregistrează o creştere a nivelului PIB cu 5,7%, să se determine cu cât se modifică viteza de circulație a monedei la momentul T_1 față de T_0.

Rezolvare:

a)

1. M_2 (agregat intermediar) = numerar în circulație + depozite overnight + + depozite cu scadența inițială de 2 ani = 120 + 980,7 + 540,3 = 1641 mil.euro

2. Viteza de circulație a monedei (în sens larg)

$$V_c = \frac{PIB}{M_3}$$

$M_3 = M_2$ + unități de fond ale fondurilor monetare + certificate de depozit = = 1641 + 19,2 + 29,7 = 1689,9 mil. euro

$$V_c = \frac{7025,5}{1689,9} = 4,15 \text{ rotații / an}$$

Rezultatul indică faptul că o masă monetară în sens larg intermediază 4,14 tranzacții în decursul unui an.

BCU IACENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

3. Gradul de monetizare a economiei

Se calculează pe baza relației: $\frac{M_3}{PIB} \times 100$

$$\text{Gradul de monetizare} = \frac{1689{,}9\,\text{mil}}{7025{,}5\,\text{mil}} = 24{,}05\%$$

b) La momentul T_1 nivelul PIB înregistrează valoarea: 7025,5 (1+5,7%) = = 7425,95 mil. euro

$$V_c = \frac{7425{,}95}{1689{,}9} = 4{,}39 \text{ rotații / an}$$

Modificarea procentuală a vitezei de circulație este:

$$\Delta V = \frac{V_1 - V_0}{V_0} \times 100$$

$$\Delta V = \frac{4{,}39 - 4{,}15}{4{,}15} \times 100 = 5{,}7\%$$

Rezultă că, atunci când PIB înregistrează o creştere cu X%, iar stocul de masă monetară rămâne constant, viteza de circulație a monedei trebuie să crească tot cu X% pentru a deservi un volum mai mare al actelor de vânzare – cumpărare din economie.

Aplicația nr. 2

Bilanțul băncii centrale din țara X prezintă următoarele elemente bilanțiere:

Bilanț banca centrală

mii u.m.

A		P	
Valută, aur, devize:	25000	Depozite ale băncilor comerciale:	12000
Credite guvernamentale:	1700	Moneda emisă (numerar deținut de populație și agenții economici):	6700
Credite de refinanțare:	900	Moneda emisă (numerar deținut de bănci):	4100
Alte elemente de activ:	400	Alte pasive:	5200
Total Activ:	28000	Total Pasiv:	28000

BCU ASE CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

Masa monetară în sens larg (M_3) la sfârşitul perioadei este de 106700 mii u.m.

Pe baza elementelor de bilanț să se determine:

1. baza monetară (M_0)
2. multiplicatorul bazei monetare

Rezolvare

1. Baza monetară = numerar la bănci + numerar deținut de populație și agenții economici + depozite ale băncilor comerciale la banca centrală

   M_0= 4100 + 6700 + 12000 = 22800 mii u.m

2. Multiplicatorul bazei monetare

$$Mm = \frac{M_3}{M_0} = \frac{106700 \text{ mii. u.m.}}{22800 \text{ mii. u.m.}} = 4{,}67$$

Rezultatul indică o creştere a masei monetare cu 4,67 u.m, la o creştere cu o unitate monetară a bazei monetare.

Aplicația nr. 3

Se cunosc următoarele informații multiplicatorul bazei monetare (M_m) calculat la sfârşitul anului N are valoarea 3,97; baza monetară (la sfârşitul anului N) este de 5950 um, iar viteza de circulație aferentă perioadei respective este 4,62 rotații/an.

1. Să se determine nivelul PIB.
2. Dacă multiplicatorul bazei monetare sporeşte în perioada următoare (N+1) de la 3,97 la 4,05, iar ceilalți indicatori rămân nemodificați, să se determine efectul asupra valorii PIB în anul (N+1)

Rezolvare

1. Anul N

$$Mm = \frac{M_3}{M_0} \Rightarrow M_3 = mm \text{ x } M_0$$

$$M_3 = 3{,}97 \text{ x } 5950 = 23621{,}5 \text{ um}$$

$$V_c = \frac{PIB}{M_3} \Rightarrow PIB = V_c \text{ x } M_3$$

$$PIB_{(N)} = 4{,}62 \text{ x } 23621{,}5 = 109131{,}3 \text{ um}$$

2. Anul N+1

$Mm = 4,05 \Rightarrow M_3 = 4,05 \times 5950 = 24097,5$ u.m.

$PIB = 4,62 \times 24097,5 = 111330,45$ u.m.

$$\Delta PIB = \frac{111330,45 - 109131,3}{109131,3} \times 100 = 2,01\%$$

Modificarea multiplicatorului bazei monetare de la 3,97 la 4,05 antrenează o creştere a PIB cu 2,01%, în condiţiile în care ceilalţi indicatori rămân constanţi.

Aplicaţia nr. 4

La t_0, masa monetară în sens larg (M_3) are valoarea de 8790 u.m., din care numerarul în circulaţie 8%. Depozitele băncilor comerciale la banca centrală sunt de 1210 u.m., nivelul PIB (la t_1) este de 37.600.

Dacă multiplicatorul bazei monetare scade în perioada t_1 faţă de t_0 cu 5%, să se determine nivelul gradului de monetizare a economiei în t_1 (în condiţiile în care M_0 rămâne neschimbat).

Rezolvare

Baza monetară (M_0) = numerar în circulaţie (deţinut de agenţii economici + + populaţie) + depozite la banca centrală

Numerar în circulaţie: 8% x 8790 = 703,20 um

Baza monetară (M_0) = 703,20 + 1210 = 1913,2 um

$$\text{Multiplicatorul bazei monetare} = \frac{M_3}{M_0} = \frac{8790}{1913,2} = 4,59$$

La t_1 nivelul multiplicatorului devine:

$4,59 - 5\% \cdot 4,59 = 4,36$

$$4,36 = \frac{M_3}{1913,2} \Rightarrow M_3 = 4,36 \times 1913,2 = 8341,55 \text{ u.m.}$$

$$\text{Gradul de monetizare a economiei} = \frac{M_3}{PIB} \times 100$$

$$\text{La } t_1 = \frac{8341,55}{37600} \times 100 = 22,18\%$$

Aplicația nr. 5

Creşterea economică previzionată în țara „X" este de 3,85%, iar nivelul estimat al inflației este 2,0%.

Care trebuie să fie rata de creştere a masei monetare (M_3), astfel încât să se asigure obiectivul de stabilitate a prețurilor, într-o țară membră a zonei Euro (sub ipoteza valabilității ecuației schimburilor şi a vitezei de circulație constantă)?

Rezolvare

$$M \cdot V = P \cdot T \Rightarrow M = \frac{P \cdot T}{V}$$

În condițiile în care viteza de circulație este constantă, rezultă că variația masei monetare se datorează variației prețurilor (exprimate prin inflație) şi a tranzacțiilor (expresie a creşterii economice)

$$\frac{\Delta M}{M} = 3,85 + 2,0 = 5,85\%$$

Creşterea masei monetare în t_1 față de t_0 trebuie să se situeze la 5,85%.

BCU IAŞI/CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

Capitolul 2

Cererea şi oferta de monedă

2.1 Cererea de monedă
2.1.1 Fundamentele cererii de monedă
2.1.2 Ecuația cantitativă a cererii de monedă
2.1.2.1 Cererea patrimonială de monedă
2.1.2.2 Cererea tranzacțională de monedă
2.2 Oferta de monedă
2.2.1 Oferta de monedă centralizată
2.2.1.1 Oferta exogenă de monedă
2.2.1.2 Oferta endogenă de monedă
2.2.2 Oferta concurențială de monedă

Cuvinte-cheie: cererea de monedă; oferta de monedă; moneda de bază; moneda de bancă; multiplicatorul creditului

BCU CLUJ CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

CEREREA ŞI OFERTA DE MONEDĂ

Motto
Răul fundamental, în lume,
se datorează faptului că Dumnezeu a creat prea puțini bani.
H. Heine

2.1 Cererea de monedă

Cererea de monedă îndeplineşte un rol esențial în analiză monetară, întrucât din confruntarea acesteia cu oferta de monedă rezultă o serie de efecte, care permit mai buna înțelegere a impactului fenomenelor monetare asupra economiei.

2.1.1 Fundamentele cererii de monedă

Termenul **cerere de monedă** exprimă atât un concept, cât şi o funcție. Definiția conceptului pune în evidență noțiunea de **încasare monetară**, iar funcția asociată cererii de monedă rezultă din interpretarea modernă a **ecuației cantitative**.

Prima încercare de definire a cererii de monedă aparține lui Leon Wallras (1874), care a formulat ideea potrivit căreia aceasta exprimă o încasare dorită. Încasarea monetară a unui agent economic este cantitatea de monedă pe care el o deține, indiferent de motivele sale. Astfel, în concepția autorului, cererea de monedă este una de deținere de monedă.

Deci, **o primă distincție** posibilă este cea dintre moneda **deținută** şi **moneda utilizată**. Prin utilizarea monedei de care dispune, deținătorului i se oferă în schimb bunurile, serviciile sau titlurile financiare pe care le solicită, iar dacă utilizează întreaga cantitate de monedă atunci cererea sa de monedă este „nulă". Numai în situația în care conservă moneda „în casă", atunci se manifestă cererea de monedă. În acest mod se poate explica, contrar a ceea ce se susține în limbajul curent, că deținătorul care îşi retrage bancnotele de la un ghişeu automat, în vederea efectuării de cumpărături, nu este un solicitant de monedă, deci nu contribuie la cererea de monedă. El transformă moneda sa scripturală (de cont) în monedă materială, pentru o utilizare imediată. Situația enunțată ilustrează că moneda poate fi deținută în scopul utilizării în viitor.

Întrucât utilizatorii de monedă din economie sunt supuşi, mai mult sau mai puțin, fenomenului de iluzie monetară, cererea de monedă este

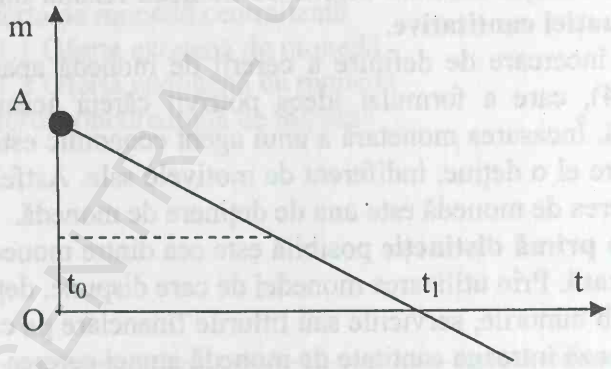
exprimată în termeni reali, respectiv sub forma încasărilor deflatate de nivelul general al prețurilor. Dacă M reprezintă cantitatea de monedă și P, nivelul general al prețurilor, atunci valoarea reală a monedei este dată de raportul M/P, ceea ce evidențiază că prețurile constituie o variabilă explicativă a comportamentului deținătorilor de monedă, chiar și în absența „iluziei nominale".

A doua distincție posibilă este cea dintre încasarea **instantanee** și **încasarea medie**. Cererea de monedă se poate aborda la un moment dat, dar, cel mai adesea, analizele se realizează pentru un interval de timp.

În cadrul analizei în decursul unei perioade, cererea de monedă poate lua accepțiuni diferite: *încasare disponibilă la începutul perioadei, încasare disponibilă la finele perioadei și încasare medie în cadrul perioadei.*

- Pentru un utilizator de monedă care dispune la începutul perioadei de o anumită cantitate de semne monetare, pe care le utilizează în vederea plăților pentru bunuri și servicii, astfel încât își epuizează suma deținută inițial, cererea de monedă va fi dată de nivelul mediu al deținerii sale de monedă, de-a lungul perioadei.

Grafic, o asemenea situație poate fi ilustrată astfel:



În grafic, semnificația notațiilor este următoarea:

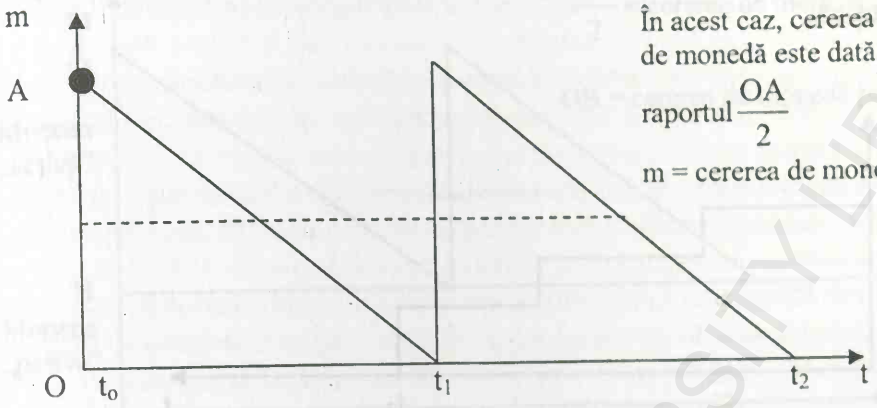
OA = cantitatea inițială de monedă, în momentul t_0;

$t_0 - t_1$ = perioada în care utilizatorul efectuează cheltuieli continue și regulate, de asemenea manieră ca în t_1 să fi epuizat stocul inițial de monedă.

Pe ansamblul perioadei, cererea medie este egală cu OA/2.

Dacă, la finele perioadei, cantitatea de semne monetare, **m**, este reînnoită, prin obținerea salariilor de exemplu, atunci agentul economic repetă comportamentul său de cheltuire în decursul unei perioade echivalente, raționamentul precedent putând fi reprodus periodic.

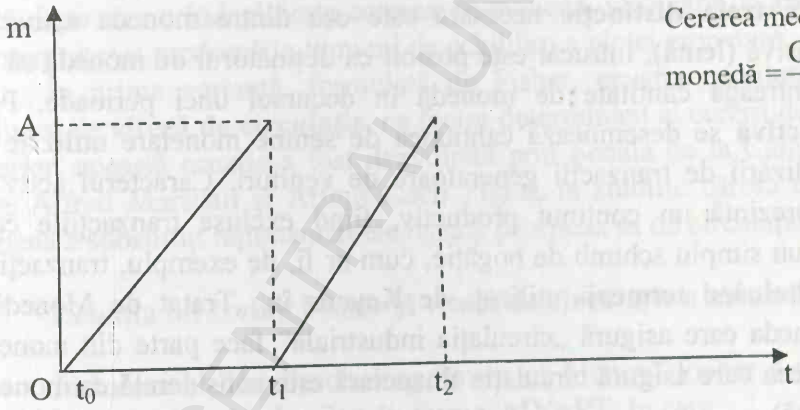
Grafic, o asemenea situaţie se reprezintă astfel:



În acest caz, cererea medie de monedă este dată de raportul $\frac{OA}{2}$

m = cererea de monedă

Un raţionament similar poate fi aplicat şi în cazul unei sporiri a cantităţii de semne monetare, în perioada t_0-t_1 într-un mod continuu şi repetat, cum ar fi, de exemplu, vânzarea de produse de către o întreprindere, care conduce la refacerea stocului iniţial de monedă.



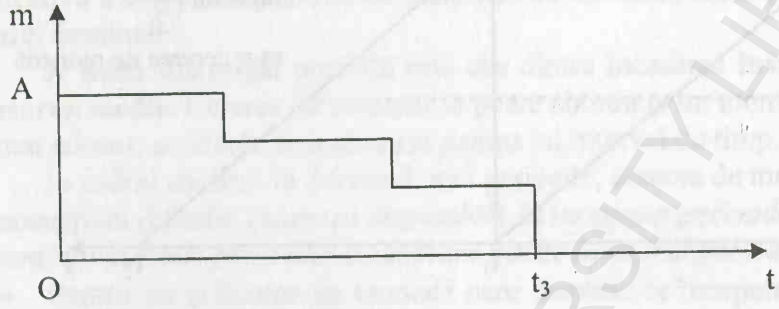
$$\text{Cererea medie de monedă} = \frac{OA}{2}$$

În exemplele prezentate, cererea medie de-a lungul perioadei este uşor de determinat, întrucât structura temporală a încasărilor şi plăţilor este continuă şi cu aceeaşi ritmicitate. Realitatea este însă adesea mai complexă, ceea ce antrenează unele dificultăţi în determinarea cererii de monedă.

În cazul cel mai complex, în care numărul tranzacţiilor este finit, cu sume identice, dar separate printr-un interval de timp, cererea medie de monedă este dată de relaţia $\frac{OA}{2}\left(\frac{n-1}{n}\right)$, în care *n* este numărul de tranzacţii.

BCU CLUJ CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

Pentru cazul a trei tranzacții, de exemplu, graficul se prezintă după cum urmează:



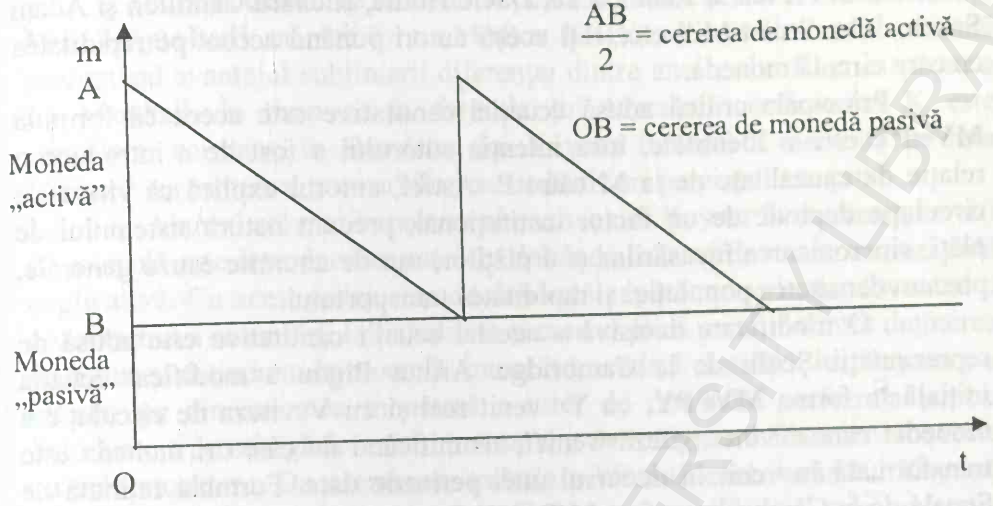
În acest caz cererea medie de monedă este dată de relația:

$$\frac{OA}{2}\cdot\frac{3-1}{3}=\frac{2\cdot OA}{8}=\frac{OA}{4}$$

O a treia distincție necesară este cea dintre moneda activă și moneda pasivă (lentă), întrucât este posibil ca deținătorul de monedă să nu utilizeze întreaga cantitate de monedă în decursul unei perioade. Prin **moneda activă** se desemnează cantitatea de semne monetare utilizate în scopul realizării de tranzacții generatoare de venituri. Caracterul activ al monedei prezintă un conținut productiv, fiind excluse tranzacțiile care reprezintă un simplu schimb de bogăție, cum ar fi, de exemplu, tranzacțiile bursiere. Preluând termenii utilizați de Keynes în „Tratat de Monedă", numai moneda care asigură „circulația industrială" face parte din moneda activă, iar cea care asigură circulația financiară este considerată ca monedă pasivă (lentă).

În graficul următor, cantitatea inițială de monedă (OA) se partajează între o cantitate de monedă utilizată AB și o cantitate de monedă pasivă OB. Cererea de monedă cuprinde o încasare medie activă AB/2 și o cantitate de monedă pasivă OB. Deci, cererea totală de monedă este egală cu: AB/2+OB.

BCU "MIHAIL EMINESCU" UNIVERSITY LIBRARY



2.1.2 Ecuaţia cantitativă a cererii de monedă

Ecuaţia cantitativă a cererii de monedă permite evidenţierea funcţiei pe care o îndeplineşte cererea de monedă, idee care îşi are originea în interpretarea modernă în termeni de echilibru a pieţei monetare.

În prima variantă, formulată de Fisher, ecuaţia cantitativă reţine noţiunea de **viteză de circulaţie,** ca factor determinant al cererii de monedă. Ulterior, această ecuaţie a fost dezvoltată prin Şcoala de la Cambridge de către Alfred Marshall şi Arthur Cecil Pigou, în studiile cărora cererea de monedă a substituit raţionamentele bazate pe viteza sa de circulaţie.

Ecuaţia lui Irving Fisher şi viteza de circulaţie a monedei

În lucrarea „The Purchasing Power of Money” Fisher a enunţat, în anul 1911, ecuaţia schimburilor, în forma: **MV=PT**, în care:

M = cantitatea nominală de monedă;
V = viteza de circulaţie a monedei, respectiv de câte ori o unitate monetară este utilizată într-o unitate de timp;
P = nivelul general al preţurilor;
T = volumul tranzacţiilor.

Ecuaţia demonstrează că, pentru ansamblul schimburilor dintr-un an, suma totală plătită este egală cu valoarea totală a bunurilor cumpărate.

O asemenea idee, potrivit căreia nivelul general al preţurilor depinde de cantitatea de monedă existentă, este întâlnită din antichitate (la Aristotel şi Xenophon), apoi în secolul al XV-lea la Copernic şi scolastici, iar din

ROMANIAN AMERICAN UNIVERSITY LIBRARY

secolul al XVII-lea la John Locke, David Hume, Richard Cantillon şi Adam Smith, John Stuart Mill etc., toţi aceşti autori punând accent pe rapiditatea cu care circulă moneda.

Principala critică adusă ecuaţiei cantitative este aceea că formula **MV=PT** este o identitate, însă intenţia autorului a fost de a introduce o relaţie de cauzalitate de la M către P. Astfel, autorul explică că viteza de circulaţie depinde de un factor instituţional, precum natura sistemului de plăţi, sincronizarea încasărilor şi a plăţilor, sau de anumite cauze generale, precum densitatea populaţiei şi rapiditatea transportului.

O modificare decisivă a acestei ecuaţii cantitative este adusă de reprezentaţii Şcolii de la Cambridge. Arthur Pigou a modificat ecuaţia iniţială în forma **MV=PY**, cu Y venit real şi cu V viteza de circulaţie a monedei care devine „viteză=venit", semnificând de câte ori moneda este transformată în venit în decursul unei perioade date. Formula reţinută de Şcoala de la Cambridge a fost **M/P=KY**, în care K este numit coeficient de utilizare monetară, semnificând proporţia resurselor pe care agenţii economici le menţin sub formă monetară, în scopul realizării unor tranzacţii şi al constituirii rezervelor.

În concepţia lui Alfred Marshall, ecuaţia cantitativă este o condiţie a echilibrului monetar, ceea ce l-a condus pe autor la formularea funcţiei cererii de monedă pe baza ecuaţiei: **M/P=KY**. Partea stângă a ecuaţiei reprezintă oferta de monedă la valoarea reală, fiind o variabilă exogenă, respectiv independentă de factorii din economie. În schimb partea dreaptă, KY, reprezintă o funcţie a cererii de monedă. Dacă cererea de monedă se notează cu Md, atunci **Md=KY** constituie o funcţie crescătoare a veniturilor şi se explică prin funcţia de intermediere a schimburilor, îndeplinită de monedă. În această abordare, variabilele de care depinde cererea de monedă sunt venitul Y şi viteza de rotaţie K, al cărei nivel este influenţat de obişnuinţele utilizatorilor şi de structurile instituţionale.

2.1.2.1 Cererea patrimonială de monedă

În studiile monetare ale lui Keynes, cererea de monedă este abordată din punct de vedere patrimonial, prin aceasta adăugându-se, la venitul din abordarea lui Marshall, variabila rata de dobândă. În concepţia lui Keynes, cererea de monedă a agenţilor economici are la bază următoarele motive: cel al tranzacţiilor, al precauţiilor şi al speculaţiilor. Ca urmare a acestor trei motive se manifestă preferinţa pentru lichiditate (cererea de monedă) care depinde de două variabile: venitul Y şi rata de dobândă **i**, astfel încât se poate scrie: **Md = f(y,i).**

Funcţia cererii de monedă se poate prezenta şi sub formă aditivă: $Md = L_1(y)+L_2(i)$, ori sub forma $M(d) = K(i)Y$, această din urmă variabilă prezentând avantajul sublinierii diferenţei dintre analiza lui Keynes şi cea a lui Marshall. În timp ce în formula lui Marshall coeficientul K este considerat constant, în abordarea lui Keynes factorul K depinde de rata dobânzii, ca urmare a unui arbitraj monedă-titluri pe piaţa de capital.

Aportul cel mai important al analizei lui Keynes la studierea cererii de monedă este introducerea ratei de dobândă, alături de venit, ca variabilă explicativă. Cu acest prilej, rata de dobândă capătă noi valenţe, devenind o recompensă a renunţării la lichiditate şi care explică partajul dintre deţinerea de titluri şi deţinerea de monedă. Întrucât în cadrul abordării lui Keynes s-a insistat pe dimensiunea monetară a ratei de dobândă, preferinţa pentru lichiditate a permis găsirea unui instrument de integrare a fenomenelor reale cu cele monetare. De asemenea, trebuie subliniată contribuţia lui Keynes, prin aceea că introduce teoria alegerilor care se realizează prin arbitrajul dintre activele monetare şi cele financiare.

Prelungirea analizei lui Keynes asupra cererii de monedă a fost realizată de Milton Friedman, care a extins arbitrajul între activele monetare şi cele financiare la un arbitraj între toate activele, inclusiv cele reale care intră în componenţa patrimoniului oricărui agent economic. Pentru Friedman patrimoniul sau bogăţia, W, este definită ca reprezentând valoarea tuturor veniturilor, care pot fi obţinute de un individ din active monetare, financiare, reale şi umane.

Pentru cererea de monedă au fost propuse mai multe formule succesive, din care au fost reţinute următoarele:

Cererea globală de monedă este o funcţie de forma:

$$Md = f(y/i, W, R, i_o, i_n, 1/p \cdot dp/dt, u)$$

şi care evidenţiază că cererea de monedă este influenţată de:

Y/i = valoarea patrimoniului (venitul permanent sau venitul actualizat);
W = productivitatea capitalului uman;
R = rata de randament a activelor monetare;
i_o, i_n = rata de randament a activelor financiare;
$1/p \cdot dp/dt$ = randamentul activelor reale;
u = gusturile sau preferinţele indivizilor

După mai multe simplificări, ca urmare a studiilor efectuate în SUA, pe serii de date aferente a două secole, a rezultat că venitul real permanent **Y/i** este variabilă explicativă principală a cererii de monedă.

Formula simplificată a devenit:

$Md/P = f(Y/i)$, în termeni reali,

sau $Md = f(y)$, în termeni nominali.

Astfel, venitul permanent Y este reprezentativ pentru patrimoniu, fiind totodată explicativ pentru cererea de monedă.

2.1.2.2 Cererea tranzacțională de monedă

Cu începere din anii '60, odată cu impunerea abordării patrimoniale a cererii de monedă, a apărut o nouă orientare, în concordanță cu natura monedei de intermediar general al schimburilor.

Integrarea monedei în deciziile indivizilor este explicată de Don Patinkin (1966), care considera că fiecare consumator urmărește să-și maximizeze o funcție de utilitate, încorporând și moneda, în condițiile unei constrângeri bugetare clasice. Dintre autorii care au dezvoltat această interpretare asupra cererii de monedă se remarcă R.W. Clower, care introduce și constrângerile de finanțare (sau de lichiditate) în formularea cererii de monedă și P. Davidson, care argumentează relația inversă dintre cererea de monedă în scopul tranzacțiilor și rata de dobândă.

Fundamentarea microeconomică a cererii tranzacționale de monedă a fost explicată prin minimizarea costurilor de schimb, care pot fi diferențiate în costuri de informare și costuri de tranzacționare propriu-zise.

Cererea de monedă **tranzacțională** antrenează o serie de costuri de informare, care exprimă timpul consumat de un utilizator în vederea efectuării unei tranzacții. Costurile de informare, în măsura în care există încasări monetare (cererea de monedă), sau timpul de tranzacționare pot fi limitate, fiind posibilă chiar determinarea unei cereri optime de monedă pornind de la aplicarea principiilor teoriei alocării timpului.

Pentru stabilirea **cererii optime de monedă**, autorii au considerat că timpul de care dispune un individ poate fi partajat în timp destinat muncii, tranzacțiilor și timp liber. Pentru o durată dată de timp, cu cât costurile de informare (timp de tranzacționare) sunt mai mari, cu atât crește timpul destinat petrecerii timpului liber, și invers. Existența încasărilor monetare (a cererii de monedă) reduce costurile de informare, iar deținerea de monedă activă sporește durata timpului liber, care poate fi considerat ca element al consumului particular.

Dacă funcția de utilitate a unui individ se scrie:

$$U = U(C_i, I),$$

în care:

C_i = indicele de consum al celui de-al n [lea] bun;

I = indicele de consum datorat timpului liber,

atunci individul va căuta să maximizeze această funcție de utilitate prin două constrângeri: de venit și de timp.

Principiul determinării microeconomice a unei cereri tranzacţionale de monedă, pornind de la reducerea costurilor de tranzacţionare exprimate monetar, a fost stabilit de către J. Tobin şi W. Baumol. Analiza acestora se bazează pe luarea în considerare a costurilor de tranzacţionare suportate cu ocazia schimbului monedă-titluri, fiind neglijat schimbul monedă-bunuri. Determinarea simultană a stocurilor optimale de monedă, de titluri şi de bunuri, pornind de la **minimizarea costurilor de tranzacţionare**, a fost propusă de către M. Friedman (1971). Ideea principală susţinută de acesta a fost aceea că minimizarea costurilor de tranzacţionare monedă-bunuri permite stabilirea numărului optimal de tranzacţii ce pot fi efectuate în decursul unei perioade, pornind de la o cerere tranzacţională optimă.

Toate aceste aspecte, prezentate sumar, cu privire la cererea de monedă, semnificaţia acesteia şi factorii determinanţi, demonstrează următoarele: cererea de monedă este un concept complex, care a generat o mulţime de studii, ipoteze şi interpretări, toate având acelaşi scop, respectiv încercarea de a găsi o definire cât mai realistă a acesteia şi a modului de cuantificare.

2.2 Oferta de monedă

Spre deosebire de cererea de monedă, oferta de monedă este un concept simplu, care desemnează *cantitatea de monedă pusă la dispoziţia indivizilor de către autoritatea monetară*. Datorită acestui fapt, cantitatea de semne monetare oferite este exprimată în termeni nominali, spre deosebire de cererea de monedă, care este exprimată în termeni reali, întrucât ofertantul nu are posibilitatea exercitării unui control direct asupra preţurilor. Măsurarea ofertei de monedă este simplă, în comparaţie cu cea a cererii de monedă, în funcţie de explicaţia care este aleasă pentru cantitatea de monedă emisă.

Responsabilităţile în crearea monedei şi a circulaţiei acesteia revin, în prezent, sistemelor bancare naţionale. Întrucât există diferenţieri de la un sistem bancar la altul, rezultă că oferta de monedă poate lua forme diferite în funcţie de natura instituţiilor, evoluţia istorică şi situarea geografică. Astfel, pentru înţelegerea ofertei de monedă, aceasta trebuie completată cu analize mai generale, care să furnizeze o viziune mai cuprinzătoare asupra fenomenelor. Analiza ofertei de monedă prezintă şi o dimensiune **normativă**, prin care se caută determinarea unor mecanisme de emisiune mai eficiente şi cărora economiştii le acordă o atenţie particulară.

Deşi cadrele instituţionale ale ofertei de monedă nu sunt identice, totuşi mecanismele şi comportamentele determinante ale ofertei de monedă sunt suficient de „tipice" pentru a da loc unei analize cu caracter general.

Reflecţiile asupra ofertei de monedă au deţinut, înainte de secolul al XX-lea, locul principal în cadrul analizei monetare, după care prioritatea a fost acordată **cererii de monedă**. Doar după anii '60, ca urmare a unor evenimente monetare majore, analiza ofertei de monedă a redobândit importanţa cuvenită, iar aspectul normativ a căpătat accente deosebite. După cum se prezintă în literatura de specialitate, oferta de monedă poate fi realizată la nivel centralizat în cadrul sistemelor bancare ierarhizate, şi la nivelul băncilor libere, emitente de monedă concurenţială (după modelul băncii libere din secolele XVII-XVIII).

2.2.1 Oferta de monedă centralizată

„Cum se explică determinarea ofertei de monedă în cadrul sistemelor bancare controlate de banca centrală?" şi *„De ce sunt adoptate sistemele centralizate ale ofertei de monedă?"* sunt principalele aspecte ce se circumscriu unei oferte centralizate de monedă.

Analizele monetare au oferit răspunsuri diferite acestor întrebări, ceea ce a condus la perceperea ofertei de monedă ca variabilă atât **exogenă**, cât şi **endogenă**.

Pentru a înţelege aspectele cele mai reprezentative ale ofertei de monedă, este necesară stabilirea unor distincţii între noţiunile **monedă de bază** şi **monedă de bancă**, **ofertă exogenă** şi **ofertă endogenă**.

Moneda emisă de autorităţile monetare dintr-o ţară (bănci centrale sau instituţii de emisiune) este desemnată cu termenii: **monedă centrală, monedă cu înaltă putere, monedă fiduciară** sau **monedă de bază**. Dreptul de batere a monedei de către seniorii feudali şi, ulterior, de către instituţiile monetare centrale este desemnat, în prezent, cu termenul **seigneuriage**. Moneda rezultată din această operaţiune reprezintă doar o parte din oferta totală de monedă, datorită existenţei băncilor comerciale, capacităţii lor de a crea monedă scripturală sau **monedă de bancă**. Dat fiind faptul că moneda de bancă are acoperire în moneda de bază rezultă că oferta de monedă se reduce la moneda de bază, dacă acoperirea monedei de bancă este de 100% (situaţie imposibilă, în perioada actuală). În sistemele bancare contemporane, moneda de bancă este acoperită doar printr-o fracţiune de monedă de bază, iar băncile dispun de seigneuriage bancar, respectiv de puterea de a crea monedă.

Analiza ofertei centralizate de monedă conduce la stabilirea unei distincţii între **caracterul exogen şi cel endogen al ofertei**, după cum se

consideră că banca centrală deține sau nu controlul asupra cantității de monedă. Astfel, **oferta este exogenă** în măsura în care banca centrală deține puterea de a regla nivelul cantității de monedă, injectând, într-o manieră discreționară, moneda de bază. Corelația dintre moneda de bază şi moneda de bancă este posibil de realizat prin **multiplicatorul creditului**, care asigură trecerea de la un nivel dat al monedei de bază la cantitatea totală de monedă. **Caracterul exogen** al ofertei de monedă este frecvent în analizele de tip monetarist. Dacă se consideră că banca centrală nu poate acționa de manieră discreționară, atunci oferta de monedă este considerată **endogenă**, respectiv este determinată de comportamentul economic al diverşilor agenți economici şi al băncilor. Autorii care au dezvoltat această abordare nu pot fi regrupați într-un curent la fel de omogen ca monetarismul.

După cum oferta de monedă este considerată ca o variabilă exogenă sau endogenă, mijloacele utilizate şi rezultatele scontate în domeniul politicii monetare sunt şi ele diferite.

2.2.1.1 Oferta exogenă de monedă

Cazul cel mai simplu al ofertei exogene de monedă este acela în care moneda de bancă este integral acoperită de monedă de bază (rată a rezervei obligatorii de 100%). Un asemenea sistem cu rezervă 100% nu a existat niciodată, dar este preconizat de anumiți autori chiar în cadrul unui sistem centralizat. Pentru Fisher (1935) sau pentru Maurice Allais (1993) obiectivul unei monede de bancă (100%) este de a asigura un control total al autorității monetare asupra ofertei de monedă, cu scopul eliminării instabilității datorate băncilor din sistem. Astfel, inflația şi deflația, ciclurile economice şi riscurile de panică bancară ar fi, în opinia autorilor, mai bine gestionate şi chiar eliminate. Un sistem de rezerve 100% este o concepție „angelică" asupra băncii centrale care, însă, nu garantează calitatea acțiunilor sale.

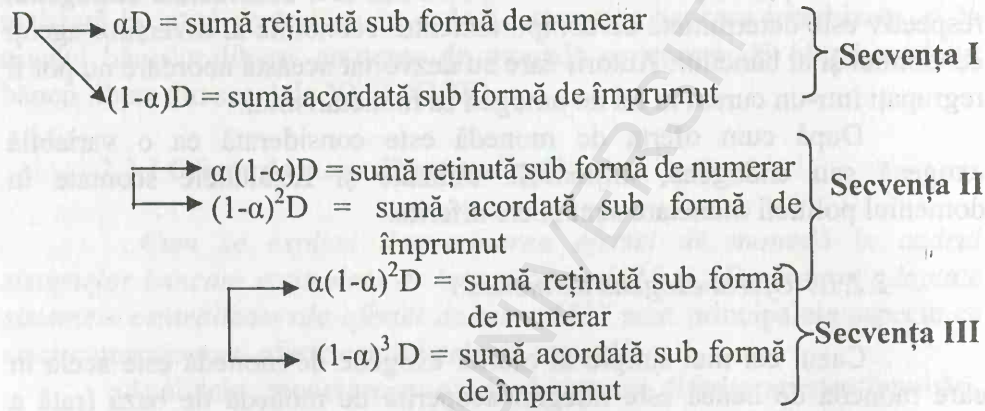
În varianta unei rezerve diferite de 100%, rezultă că băncile pot crea monedă, potrivit principiului „loans makes deposists" (împrumuturile fac depozitele), care conduce la un proces de multiplicare a creditului, analizat pentru prima dată în anul 1920 de către Chester Phillips.

Multiplicatorul creditului şi moneda de bancă

Pentru a explica mecanismul de multiplicare a creditului se consideră că sistemul bancar este ierarhizat, iar creația monetară este controlată de banca centrală. Se consideră, astfel, un depozit inițial D (format din monedă de bază) constituit de o bancă oarecare „i" din sistemul

bancar. Dacă aceasta practică o rată de acoperire, respectiv reține în casă α% din depozitul inițial, rezultă că poate acorda sub formă de credit un împrumut D (1-α). Împrumuturile acordate se vor regăsi în sistemul bancar în depozite la alte bănci, care, de asemenea, vor conserva sub formă de numerar coeficientul α din depozitele constituite şi vor acorda un împrumut la nivelul (1-α) D.

Astfel, dacă urmărim depozitul inițial D pe secvențe, vom obține următoarele exprimări:



Cantitatea totală de monedă creată, numită şi **monedă de bancă**, rezultă din însumarea depozitelor succesive şi a celui inițial, astfel:

$$M_b = D + D(1-\alpha) + D(1-\alpha)^2 + ... + D(1-\alpha)^n$$

expresie care este o progresie geometrică cu rația (1-α), ceea ce permite scrierea următoarei relații: $M_b = D\frac{1}{1-(1-\alpha)} = \frac{D}{\alpha}$, cu $\alpha < 1$

Formula finală a **multiplicatorului creditului** este egală cu 1/α şi corespunde cu inversul ratei de acoperire. Pentru un coeficient α = 1(100%) se regăseşte principiul monedei 100%, iar pentru α care tinde către zero posibilitatea de creație a monedei de bancă tinde către infinit.

• Puterea de creație monetară a băncilor este limitată de coeficientul de reținere sub formă de numerar α, dar şi de un al doilea factor numit **coeficient de „fugă"**, rezultat din comportamentul publicului, care reține o parte din averea sa sub formă de bancnote şi piese. Coeficientul de fugă, notat β, determină ca împrumuturile acordate să nu se regăsească în totalitate sub formă de depozite.

D → αD = sumă reţinută sub formă de numerar } Secvenţa I
D → (1-α)D-βD =(1-α-β)D = împrumuturi acordate

(1-α)D → α (1-α-β) = sumă reţinută în numerar } Secvenţa II
(1-α)D → (1-α-β)²D = sumă acordată

(1-α-β)²D → α(1-α-β)²D = numerar } Secvenţa III
(1-α-β)²D → (1-α-β)³ D= credite acordate

Cantitatea totală de monedă creată de bănci devine:

$$M_b = D + (1-\alpha-\beta)D + (1-\alpha-\beta)^2 D + ... + ...(1-\alpha-\beta)^n D$$

şi se poate scrie următoarea relaţie:

$$M_b = D\frac{1}{1-(1-\alpha-\beta)} = \frac{D}{\alpha+\beta}$$

În aceste condiţii, multiplicatorul creditului este dat de relaţia $\frac{1}{\alpha+\beta}$, exprimând caracterul limitat al puterii monetare a băncilor. Atunci când α şi β sunt constante, cantitatea de monedă produsă de bănci va depinde de cantitatea de monedă de bază şi, deci, de comportamentul băncilor centrale.

• Corelaţia dintre oferta totală de monedă creată de bănci poate fi evidenţiată prin scrierea ofertei de monedă ca sumă a monedei de bază (care este proporţia β din moneda de bază) şi a monedei de bancă.

$$M = M_b + \beta \times M_b$$
$$M = M_b(1+\beta)$$

Întrucât $M_b = \frac{D}{\alpha+\beta} \rightarrow M = \frac{D(1+\beta)}{\alpha+\beta}$ sau $M = K \times D$, în care

$$K = \frac{1+\beta}{\alpha+\beta}$$

Relaţia ofertei de monedă, sub această formă, arată că **nivelul ofertei de monedă este un multiplu al bazei monetare, determinat prin valoarea multiplicatorului monetar, K.** Formula M=KD, în condiţiile în care K este constant sau previzibil, arată că banca centrală controlează propria oferta de monedă şi, deci, oferta de monedă este exogenă.

Analiza multiplicatorului creditului permite punerea în evidenţă a condiţiilor necesare unui control centralizat al ofertei de monedă. Pentru aceasta este necesar ca nivelul coeficientului K să fie determinat, iar cantitatea de monedă de bază, D, să fie gestionată şi administrată.

BCU CLUJ UNIVERSITY LIBRARY

În ceea ce privește determinarea multiplicatorului K, analizele monetare propun două variante: valoare constantă sau nivel variabil, în funcție de evoluția economiei. Un nivel **constant** al coeficientului K admite o stabilitate a comportamentului băncilor în materie de reținere a numerarului, ca și a publicului în domeniul utilizării biletelor de bancă (B). În asemenea condiții, determinarea coeficientului este o problemă empirică, dar cu dificultăți de interpretare.

Modelele econometrice ale lui Friedman și Schwartz și cele ale economiștilor Băncii Federale din St.Louis au evidențiat pe cazul SUA o mare stabilitate a multiplicatorului pentru perioada anilor '60-'70. În schimb, pentru cazul Franței, diverși autori au ajuns la concluzii diferite: preferința publicului pentru bancnote era stabilă în decursul unei perioade scurte, iar multiplicatorul era variabil pe termen scurt, ca urmare a instabilității parametrilor care intră în formula de calcul.

Referitor la gestionarea **bazei monetare**, dificultățile pot proveni din relațiile cu exteriorul sau din conflictele care se manifestă între obiectivele formulate de autoritățile monetare. Sursele de creare a monedei de bază, care sunt reprezentate de contrapartidele masei monetare, sunt, în mod inegal, gestionate de banca centrală. Abordarea monetară a balanței de plăți externe și a cursului de schimb antrenează dificultăți ale băncii centrale în ceea ce privește controlul masei monetare, de unde rezultă că numai un sistem de rate flotante permite absorbirea fluctuațiilor din relațiile cu străinătatea.

În condițiile unei oferte de monedă exogenă, problemele monetare par a se rezolva mai ușor, iar analiza monetară este simplificată, întrucât poate fi identificată cererea de monedă. De asemenea, caracterul **exogen** al ofertei de monedă valorizează politica monetară în raport cu alte componente ale politicii economice. Astfel, politica monetară dispune, prin controlul monedei, de un instrument important, care asigură eficacitate sporită prin combinarea ofertei de monedă exogenă cu o cerere de monedă stabilă.

2.2.1.2 Oferta endogenă de monedă

Oferta centralizată de monedă este **endogenă** atunci când se consideră că autoritățile monetare nu decid, la modul discreționar, asupra cantității de monedă existentă. O asemenea situație este posibilă atunci când, datorită unor cauze proprii sistemelor bancare ierarhizate, legătura dintre moneda de bază și oferta totală de monedă nu este stabilă, ceea ce conduce la respingerea logicii multiplicatorului monetar.

Endogenitatea ofertei de monedă a fost explicată la modul diferit de următoarele curente de analiză:

- curentul de inspirație neo-keynesiană numit „New View";
- curentul numit oferta de monedă şi de credit;
- curentul de analiză economică a deciziilor publice aplicate băncii centrale „Public Choise".

Punctul comun al acestor curente este acela că privilegiază analizele bazate pe comportamentul rațional al agenților economici şi fundamentează microeconomic oferta centralizată de monedă.

1. Curentul „New View"

Acesta desemnează o concepție asupra fenomenelor monetare şi financiare elaborată la sfârşitul anilor '50 şi acordă prioritate:

- lichidității în raport cu moneda;
- rolului intermediarilor financiari comparativ cu cel al băncilor;
- rolului ratei de dobândă în comparație cu cel al bazei monetare.

Ideile ce pot fi reținute în cadrul acestei analize sunt următoarele:

- sistemul bancar nu poate crea monedă decât dacă publicul dorește să o dețină;
- ca şi publicul, instituțiile financiare şi bancare prezintă comportamente de „alegere a portofoliilor", care condiționează oferta lor de credite sau de depozite;
- arbitrajul între activele financiare şi cele monetare se realizează în funcție de rata dobânzii;
- multiplicatorul creditului depinde de nivelul ratei de dobândă, dar acesta, chiar flexibil, nu permite luarea în considerare a comportamentului tuturor instituțiilor financiare;
- autoritățile monetare ar trebui să acționeze mai degrabă asupra nivelului ratei de dobândă decât asupra monedei de bază, ceea ce ar permite controlul asupra ansamblului instituțiilor financiare.

2. Curentul „Oferta de monedă şi de credit"

În cadrul acestui curent se susține că oferta de monedă este **endogenă**, întrucât depinde de o ofertă de credit decisă de băncile din sistem, ceea ce semnifică faptul că *moneda* de bancă nu poate fi determinată mecanic prin baza monetară, ci prin intermediul creditelor distribuite.

Dacă C este nivelul creditelor şi reprezintă diferenţa dintre moneda de bancă şi moneda de bază, atunci se poate scrie:

$$C = (1-\alpha)M_b, \text{ respectiv } M_b = \frac{C}{1-\alpha},$$

iar din ecuaţia ofertei totale de monedă rezultă:

$$M = (1+\beta)M_b \quad \text{şi} \quad M = \frac{1+\beta}{1-\alpha}C$$

Astfel, oferta de credit evidenţiază un comportament de maximizare a profitului băncilor, ale căror decizii se impun în raport cu cele ale unei bănci centrale „pasive" în ceea ce priveşte emisiunea de monedă de bază. O asemenea funcţionare, inversă, în raport cu multiplicatorul creditului este caracteristica economiilor de „îndatorare".

Explicarea caracterului **endogen** al ofertei de monedă a fost făcută de către J.R. Hicks (1974) care a demonstrat că, în cadrul unei companii, pot fi distinse două sectoare de active lichide şi un sector de îndatorare, numit **over-draft**, ca urmare a posibilităţilor de împrumut. În funcţie de aceste diferenţieri este posibilă şi diferenţierea între sistemele bancare, existând o relaţie de cauzalitate între moneda de bază şi moneda de bancă (după relaţia multiplicatorului creditului). De asemenea, există şi sisteme în care rolul băncii centrale este pasiv, iar relaţia de cauzalitate dintre moneda de bază şi moneda de bancă este dată de multiplicatorul creditului.

Pasivitatea băncii centrale poate avea ca explicaţie dimensiunea redusă a pieţei monetare, fără a se exclude posibilitatea unor acţiuni prin refinanţare sau prin mecanismul rezervei minime obligatorii.

Analiza monetară propune două modalităţi de explicare a ofertei de credit, ambele fondate pe comportamentul microeconomic al băncilor: **„firma bancară"** şi **„raţionalizarea creditului".**

Referitor la „firma bancară", ideea de bază este aceea că oferta de credit a unei bănci rezultă dintr-un comportament de maximizare a profitului bancar, acesta fiind definit ca diferenţă între randamentul creditului şi costurile de funcţionare ale băncii, incluzând costul rezervelor (R) şi costurile fixe.

Aplicarea analizei tradiţionale a monopolului în domeniul bancar evidenţiază că băncile se grupează pentru formarea unui oligopol coordonat şi că maximizarea profitului determină un preţ al creditului, astfel încât veniturile marginale să fie egale cu costul marginal. Prin introducerea unei funcţii de constrângere a cererii de credite, elastică în funcţie de nivelul preţului, se poate determina cantitatea optimală de credit şi oferta de monedă.

Oferta de monedă este, de asemenea, variabilă în funcție de structura băncilor de rang secundar, astfel: este cu atât mai abundentă, cu cât creditele sunt mai ieftine, în situație de monopol, comparativ cu situația de oligopol coordonat. Însă existența riscului de faliment, respectiv a riscului de nerambursare a creditelor, explică de ce în domeniul bancar se manifestă un *monopol discriminat*. Solicitanții de credite sunt discriminați datorită ratelor de dobândă, care permit segmentarea pieței creditului.

Raționalizarea creditului este o situație de cerere excedentară de credite, ca urmare a unei atitudini raționale a băncilor, care preferă mai degrabă să reducă nivelul creditelor distribuite decât să majoreze rata de dobândă, opțiune explicată în moduri diferite, sintetizate astfel:

a. O primă serie de opinii evidențiază faptul că băncile stabilesc „clase de clientelă" în funcție de riscul de faliment, iar selectarea acestora se face după criterii monetare şi condiții în afara prețului, rezultatul fiind un comportament de tipul **„se acordă credite doar celor bogați"** (F.Modigliani, 1969);

b. O altă opinie este cea susținută de către J.E. Stiglitz (1978), care explică raționalizarea creditului prin existența informației imperfecte pe piață. În fața unei cereri excedentare, băncile nu modifică nivelul ratei de dobândă, întrucât aceasta ar conduce la selecție adversă şi hazard moral. Prin *selecția adversă* se înțelege efectul de retragere de pe piață a celor mai buni solicitanți de credite care, în urma majorării ratei de dobândă, vor prefera să-şi amâne proiectele lor, astfel încât pe piață vor rămâne acei solicitanți mai puțin prudenți, cu riscuri de faliment importante.

Efectul de hazard moral este rezultatul unei stimulări puternice a solicitanților de credit, în scopul realizării de proiecte cu randamente ridicate, dar puțin riscante. Acest comportament are ca efect reducerea ratei de randament scontat a băncilor, ceea ce antrenează existența unei *rate optimale a dobânzii* pentru bănci, care maximizează randamentul şi dincolo de care oferta de credit se diminuează. Dacă şi pentru nivelul optim al ratei de dobândă cererea de credite depăşeşte oferta, atunci ajustarea ratei de dobândă nu se va produce, dar va exista o raționalizare a creditului.

c. În conformitate cu opiniile altor autori (Clower), băncile nu ajustează întotdeauna condițiile de acordare a creditelor (rata de dobândă), datorită existenței unor costuri antrenate de necesitatea informării personalului şi a clientelei cu privire la schimbarea de politică în domeniul creditării.

Explicarea ofertei de monedă prin oferta de credit îşi dovedeşte valabilitatea în contextul unei economii bazate pe îndatorare, care, în perioada actuală, nu mai constituie cea mai potrivită referință.

3. Curentul „Public Choise"

Acesta promovează analiza economică a deciziilor publice explicând modul în care banca centrală îşi manifestă comportamentul birocratic.

Cu ocazia unui studiu realizat asupra Băncii Centrale a Canadei, s-a demonstrat în ce mod băncile centrale, ca instituţii birocratice, urmăresc să-şi maximizeze bugetul discreţionar (diferenţa dintre venituri şi costurile minime de funcţionare). O bancă centrală, care trebuie să vireze profitul său la bugetul statului, va avea tendinţa să-şi reducă profitul aparent, pentru a beneficia de profituri efective. Un asemenea buget discreţionar permite îndeplinirea unor obiective proprii birocraţiei: salarii sporite, avantaje diverse acordate personalului băncii, îmbunătăţirea imaginii, extinderea activităţii în teritoriu.

Comportamentul birocratic al băncii centrale antrenează efecte asupra nivelului ofertei de monedă, care sunt, la rândul lor, controversate. S-a putut demonstra că maximizarea bugetului discreţionar conduce la restrângerea ofertei de monedă, întrucât adoptarea unei politici restrictive este însoţită de creşterea produselor financiare ale băncii.

De asemenea, comportamentul birocratic al băncii centrale conduce la creşterea ofertei de monedă. Pentru a-şi justifica cheltuielile generale sporite, banca majorează volumul refinanţărilor şi sporeşte nivelul activităţii (după cum dovedeşte studiul realizat asupra băncii centrale a statelor din Africa de Vest).

Comportamentul birocratic al băncilor centrale necesită şi analiza modului de formulare a obiectivelor de politică monetară şi a independenţei faţă de factorul politic, ideea reţinută fiind aceea că un compromis între guvern şi autorităţile monetare, din punct de vedere al formulării obiectivelor, generează o dublă pierdere pentru bancă (în raport cu obiectivul statutar definit şi în raport cu obiectivul propriu). Acest tip de analiză este aplicat şi asupra comportamentului Băncii Centrale Europene.

2.2.2 Oferta concurenţială de monedă

În favoarea unui sistem al ofertei de monedă controlat de banca centrală, care deţine monopolul asupra producţiei de monedă, stau următoarele argumente:

- producţia de monedă nu poate fi lăsată în grija pieţei, întrucât aceasta nu are capacitatea de a furniza un sistem stabil al ofertei de monedă;
- sistemul concurenţial de monedă, existent în perioada sec. XVIII-XIX, cunoscut sub denumirea *bancă liberă*, nu mai poate fi adoptat

în prezent, datorită următoarelor cauze: moneda emisă este rezultatul unui monopol natural; băncile sunt generatoare permanente ale riscului lipsei de lichidități; piața nu poate face față panicilor bancare.

a. Conceptul de monopol natural explică situația în care costurile marginale de producție sunt descrescătoare atunci când producția creşte. În plan monetar, această abordare semnifică două aspecte: nivelul scăzut al costurilor de producție a monedei şi al costurilor de gestionare a rezervelor. Din punct de vedere al costurilor de producție a monedei, trebuie precizat caracterul limitat al acestora: cheltuielile de tipărire şi gestionare a monedei scripturale, precum şi cheltuielile fixe (amortizarea materialelor), astfel încât costurile marginale se dovedesc a fi descrescătoare.

În cazul unei **producții private** de monedă, alături de costurile tehnice există şi costurile de încredere, care sunt legate, la rândul lor, de un **capital** de încredere. *Gestiunea încrederii* necesită, în primul rând, un contract între bancă şi particulari, prin care să se precizeze angajamentele băncii cu privire la calitatea produsului şi, în al doilea rând, necesită un capital pe care banca trebuie să îl constituie. În cazul producției centralizate de monedă, nu este necesar capitalul de încredere, întrucât statul şi încrederea sunt sinonime.

Costurile de gestionare a rezervelor sunt incluse în costul de producție al monedei, întrucât este cazul unor lichidități imobilizate. Cererea de rezerve la nivelul unei bănci centrale prezintă două componente: o **cerere medie de rezerve**, care corespunde nivelului anticipat de bancă, pentru a face față operațiunilor obişnuite şi de compensare interbancară, şi o **cerere de rezervă de precauție** pentru acoperirea unor erori de anticipare a cererii medii. Cererea optimă de rezerve poate fi determinată prin aplicarea *legii rădăcinii pătrate*, potrivit căreia „cererea de rezerve evoluează în funcție de rădăcina pătrată din volumul fondurilor schimbate în timpul compensării". Teoria implică ideea că o bancă mare prezintă un avantaj competitiv în raport cu cele de mică dimensiune şi, de asemenea, probează faptul că băncile trebuie să atingă o dimensiune critică în raport cu piața, în scopul minimizării costurilor de gestionare a rezervelor.

În scopul justificării monopolului natural al monedei centrale s-au utilizat argumentele de mai sus şi analiza poate fi completată şi cu aspectele ce țin de fragilitatea sistemului bancar.

b. În contextul unei instabilități accentuate a sistemului bancar, banca centrală trebuie să îndeplinească rolul de supraveghere şi control, asigurând refinanțarea băncilor.

Un aport esențial în analiza riscurilor cu care se confruntă băncile, drept cauză a monopolului băncii centrale asupra monedei, îl au analizele din cadrul *noii teorii financiare*. Potrivit acesteia, *asimetria informației* pe

piața financiară antrenează o serie de efecte atât asupra creditorilor, cât și asupra debitorilor.

Asimetria informației este inerentă activelor financiare, întrucât prețurile pe piața financiară nu reflectă totalitatea informațiilor și îl vizează în special pe creditor, care nu deține toate informațiile asupra atitudinii viitoare a debitorului. Astfel, asimetria îi conduce pe agenții economici să acționeze, fie pentru a beneficia prin comportamente oportuniste, fie pentru limitarea efectelor neașteptate.

Aceste reacții sunt luate în considerare de **teoria de agent** și **teoria semnalelor**.

- Potrivit primei teorii, relațiile „principal-agent" permit reducerea costurilor de tranzacționare, dar necesită punerea în aplicare a unui mecanism de supraveghere din partea agentului.
- Teoria semnalelor explică mijloacele pe care le utilizează agenții pentru a se diferenția de alți agenți cu comportamente mai puțin benefice.

În acest context, banca este specială, întrucât acționează ca un producător de informații, motiv pentru care dispune de un avantaj în colectarea informațiilor și în supraveghere, ceea ce se constituie într-un alt argument în favoarea unei oferte de monedă la nivelul băncii centrale.

c. Oferta de monedă nu trebuie lăsată la îndemâna sistemului bancar și datorită crizelor produse de panicile bancare.

Teoretic, panica bancară este explicată prin:

- teoria bulelor speculative;
- teoria informației incomplete;
- teoria reglementărilor.

Pentru teoria *bulelor speculative*, starea de panică bancară este provocată prin observațiile fiecărui agent asupra comportamentului altora. În schimb, *teoria informației incomplete* demonstrează că panica bancară își are originea într-o insuficientă informare asupra comportamentului băncilor. Ultima teorie, cea a *reglementărilor*, abordează aspectele din punct de vedere istoric și sugerează că panicile bancare sunt datorate efectelor negative ale unui control excesiv. Această teorie susține, în esență, că stabilitatea monetară se poate obține mai degrabă în condiții de libertate bancară decât în condiții de control.

În materie de concurență în oferta de monedă trebuie făcută distincția între *teoria substituției monetare* și *teoria concurenței*, aceasta din urmă analizând raportul dintre monedele fiduciare emise de stat. Rezultatele studiilor efectuate pe acest subiect demonstrează că existența mai multor monede, în regim de concurență perfectă, conduce la dificultăți în determinarea cursului de schimb, iar autoritățile monetare nu dețin decât un singur mijloc pentru majorarea cotei lor de piață, și anume: practicarea unei rate a inflației mai scăzută decât în alte țări. Concurența dintre emitenții de

monedă declanşează o deflaţie cumulativă, motiv pentru care o altă teorie, cea a substituţiei monetare, propune coordonarea politicilor monetare.

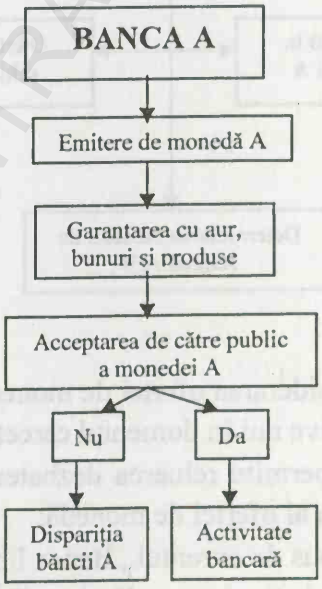
Teoria libertăţii bancare sau *teoria băncii libere* abordează aspectele cele mai semnificative ale instituţiilor, care sunt necesare unei bune funcţionări a ofertei concurenţiale de monedă. O idee puternic susţinută, în cadrul acestei teorii, este aceea că băncile centrale nu au apărut ca urmare a instabilităţilor sistemului concurenţial al ofertei de monedă, ci ca urmare a voinţei politice de capturare a puterii monetare.

Istoria băncilor centrale din Europa Occidentală (Franţa, Germania, Italia, Spania, Elveţia) şi din SUA demonstrează că trecerea de la sistemul de bănci private concurenţiale la instituţiile de emisiune centrale s-a realizat din motive politice. Mai relevante au fost cazurile Africii de Sud, Australiei, Noii Zeelande şi Columbiei, ţări al căror mecanism de emisiune monetară se bazează pe pluralismul băncilor private, emitente de monedă.

Monopolizarea emisiunii monetare a intervenit atunci când guvernul şi-a majorat cheltuielile şi o bancă a fost aleasă pentru a deveni banca centrală. Astfel, rezultă că argumentele tradiţionale, potrivit cărora sistemul privat este instabil şi generează crize, sunt discutabile, după cum demonstrează experienţele băncii libere din secolele al XVIII-lea şi al XIX-lea.

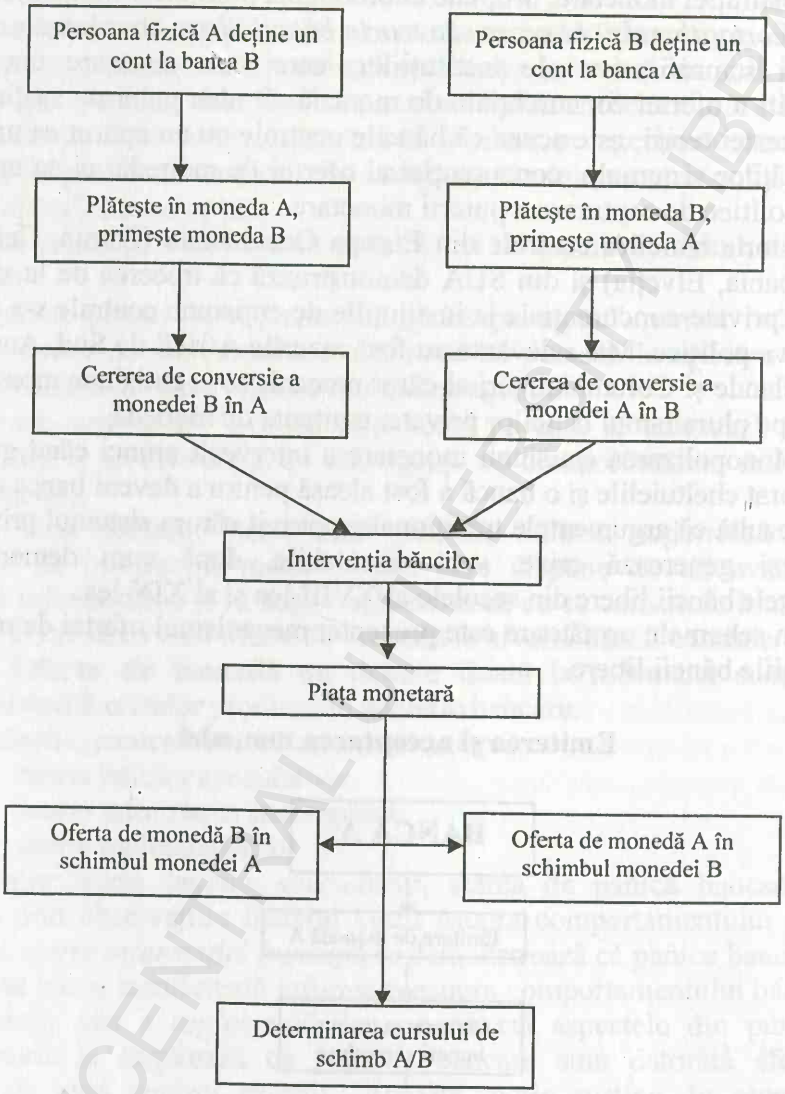
În schemele următoare este prezentat mecanismul ofertei de monedă, în condiţiile băncii libere.

Emiterea şi acceptarea monedei



BCU IAŞI/CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

Circulația diferitelor monede (A şi B)



În concluzie, reconsiderarea ofertei de monedă, prin prisma libertății bancare, deschide perspective noi în domeniul cercetării monetare:

- libertatea bancară permite reluarea dezbaterilor asupra caracterului exogen sau endogen al ofertei de monedă;
- cadrul analizei propus de curentul „Banca liberă" este mai adaptat la inovațiile monetare de tipul monedă virtuală;

BCU IASI/CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

- transferurile financiare realizabile prin „Digicash" sau tranzacţiile prin Internet pot conduce la concluzia că, în prezent, asistăm la o ofertă privată de monedă cu o largă acceptabilitate, ceea ce „bulversează" concepţia referitoare la rolul băncii centrale în oferta centralizată de monedă.

Rezultă, astfel, că în viitor va exista posibilitatea ca utilizatorii de monedă să îşi aleagă ofertantul de monedă sau să îl părăsească pe acesta în favoarea altuia.

BCU IAŞI/CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

Capitolul 3

Inflația

3.1 Abordări conceptuale şi cantitative
3.1.1 Conceptul de inflație şi limitele definirii acesteia
3.1.2 Cuantificarea inflației
3.2 Cauze şi forme ale inflației
3.2.1 Cauze ale inflației
3.2.2 Formele inflației
3.3 Efectele inflației şi corelația acesteia cu variabilele macroeconomice
3.4 Politici antiinflaționiste
3.5 Deflația: concept şi forme
3.6 Inflația în România
3.6.1. Evoluția inflației în perioada 1990-1999
3.6.2. Evoluția inflației în perioada 2000-2008
3.6.3. Țintirea inflației
3.7 Aplicații

Cuvinte-cheie: inflație; rata inflației; dezinflație; deflație; politici antiinflaționiste; țintirea inflației

BCU "Ion Creangă" CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

INFLAȚIA

Motto
Banii sunt mai buni decât sărăcia,
dar numai din motive financiare.
Woody Allen

3.1 Abordări conceptuale şi cantitative

3.1.1 Conceptul de inflaţie şi limitele definirii acesteia

Inflația reprezintă un dezechilibru monetar, a cărei definire îmbracă forme diferite în funcție de modul de abordare a acesteia.

Astfel, în conformitate cu *Webster's New Universal Dictionary*, publicat în 1983, inflația reprezintă *„o creştere a cantităţii de bani în circulaţie, ceea ce conduce la scăderea bruscă a valorii acestora şi la creşterea preţurilor. Aceasta poate fi cauzată de creşterea volumului monedei emise sau de creşterea veniturilor atunci când oferta de bunuri coboară sub nivelul inflaţiei"*. Din acest punct de vedere, inflația nu este definită ca o creştere a preţurilor, ci ca o creştere a ofertei de monedă, care antrenează creşterea preţurilor. Astfel, inflația este privită mai degrabă ca o cauză decât ca un efect.

O altă definiție a inflației se regăseşte în *„The American Heritage Dictionary of the English Language"*, 2000, potrivit căruia *„inflaţia este o creştere persistentă a nivelului preţurilor de consum sau un declin persistent al puterii de cumpărare a monedei, cauzată de creşterea cantităţii de monedă şi a volumului creditului, într-o proporţie sporită comparativ cu oferta de bunuri şi servicii"*. În această definiție, inflația apare mai degrabă ca o consecință sau ca un rezultat şi mai puțin ca o cauză. În definirea inflației s-a produs, prin urmare, o deplasare de la cauză la efect, cauza regăsindu-se în creşterea ofertei de monedă sau în descreşterea ofertei de bunuri şi servicii, iar efectul fiind creşterea preţurilor şi reducerea puterii de cumpărare a monedei.

O altă definiție o regăsim în *„investorword.com"*, potrivit căreia *inflația reprezintă creşterea generală a preţurilor bunurilor şi serviciilor din economie, şi care, în mod obişnuit, se măsoară prin indicele preţurilor de consum şi indicele preţurilor de producție.*

BUCHAREST UNIVERSITY LIBRARY

În concluzie, definirea actuală a inflației presupune două abordări:

- pe de o parte, la modul general, termenul **inflație** înseamnă creșterea prețurilor, respectiv „price inflation";
- pe de altă parte, creșterea prețurilor „price inflation" este cauzată de creșterea ofertei de monedă, situație desemnată cu termenul „monetary inflation".

Generalizând și corelând abordările din literatura de specialitate cu privire la inflație, *putem afirma* că, în mod uzual, **prin inflație înțelegem o creștere generalizată și de durată a prețurilor bunurilor din economie, însoțită de o scădere a puterii de cumpărare a monedei.**

Referitor la conceptul privind inflația, s-au conturat, în literatura de specialitate, unele opinii cu privire la **limitele definirii acesteia**. De exemplu, definirea inflației ca creștere continuă și de durată a nivelului general al prețurilor este pertinentă doar în contextul economiilor de piață, unde prețurile sunt flexibile și se ajustează în funcție de cerere și ofertă. Din această cauză rezultă că un blocaj al prețurilor de tip administrativ poate suprima inflația. Această practică a fost frecvent utilizată de către autoritățile monetare, conducând doar la schimbarea manifestării concrete a inflației, fără eliminarea ei. Blocajul prețurilor nu poate menține constantă puterea de cumpărare a monedei și antrenează un exces de cerere pentru bunuri și servicii, denumit *gap inflaționist*.

Din punct de vedere practic, în economiile de piață cu prețuri flexibile, asemănarea dintre inflație și creșterea durabilă a prețurilor este doar o aproximație, iar instrumentul utilizat este indicele general al prețurilor. Dificultățile în aprecierea inflației sunt cauzate și de unele contestații privind modul de determinare a indicilor prețurilor de consum, produsele reținute, ponderea acestora, zona geografică, tipul de gospodărie luată în considerare etc. Aceste limite evidențiază incapacitatea indicelui de a surprinde o diversitate de gusturi și preferințe ale indivizilor, ceea ce arată că noțiunea de nivel general al prețurilor este una globală, inadaptată înțelegerii nevoilor individuale.

Asemenea dificultăți, care țin de natura și *măsurarea nivelului general al prețurilor*, accentuează impreciziile în cuantificarea inflației. De exemplu, o creștere a nivelului general al prețurilor poate fi efectul unei fiscalități indirecte, excesive, sau al importului unor produse la prețuri în creștere, ceea ce face dificilă măsurarea inflației.

Rolul important al monedei, ca instrument esențial al politicii economice, obligă autoritățile monetare să aleagă, cu grijă, variabila care va servi drept indicator al acțiunilor lor și drept mijloc de intervenție. Acest dublu rol este îndeplinit de fluctuațiile masei monetare și nu de cele ale ratei

dobânzii. Analizele econometrice efectuate demonstrează că există un decalaj între variațiile masei monetare și cele ale activității economice. Acest timp poate fi descompus în două faze: după o modificare în creația monetară, economia reacționează cu o întârziere de aproximativ 9 luni, iar nivelul prețurilor nu este afectat decât după 18 luni. O asemenea întârziere de reacție constituie un dezavantaj major, respectiv o măsură monetară, destinată a fi anticiclică, riscă de a avea efect contrar asupra activității economice.

Astfel, Friedman consideră că, în locul unei manipulări neregulate a ofertei de monedă (politică discreționară), autoritățile monetare trebuie să practice o politică de stabilizare monetară, făcând să progreseze masa monetară, la o rată constantă a dobânzii. Autorul sugerează că rata de creştere a masei monetare poate fi utilizată pentru a regla rata de creştere reală pe termen lung a produsului intern brut. Pentru a combate inflația, trebuie pusă în aplicare o politică monetară restrictivă, fiind prevăzută o încetinire a creşterii masei monetare, de-a lungul unei perioade de mai mulți ani.

În octombrie 1979, băncile centrale din țările dezvoltate au declanşat lupta împotriva inflației, renunțând la ideea că şomajul poate fi combătut prin rate ale inflației sporite, perioada actuală fiind caracterizată prin **dezinflație, adică printr-o încetinire a ritmului de creştere a prețurilor**.

Eşecurile politicii keynesiste au condus autoritățile monetare la orientarea către teoria monetaristă, care prevede o limitare a intervențiilor în economie şi un control strict al masei monetare. Potrivit acestei teorii, remediul cel mai bun pentru stimularea activității economice este asigurarea stabilității prețurilor. Peste tot în lume, o nouă doctrină s-a impus: o inflație scăzută precede o creştere economică importantă. **Obiectivul** fundamental de politică monetară – stabilitatea prețurilor – promovat de băncile centrale s-a înscris într-un cadru care a vizat restrângerea intervențiilor în economie. Inflația a fost combătută, iar prețul plătit a fost ridicat. Autoritățile au suportat costul temporar al unei inflații reduse, pentru a putea beneficia de rate ale dobânzii scăzute, de o eficiență economică sporită şi de o creştere economică pe termen lung.

Ca urmare a politicilor monetare restrictive, inflația a scăzut puternic în majoritatea țărilor dezvoltate, în decursul anilor '80. Costurile acestui proces dezinflaționist au fost importante: inflația s-a situat sub 3%. Singurele țări care s-au abătut de la regulă au fost: Australia (5,1%), Italia (5,8%), Spania (4,4,%) şi Marea Britanie (3,9%).

3.1.2 Cuantificarea inflației

Inflația este măsurată prin indicele prețurilor de consum, modificarea procentuală a nivelului acestora în anul curent față de anul precedent fiind denumită **rată a inflației**.

În strânsă corelație cu inflația apare conceptul de **dezinflație**, care semnifică o creștere a prețurilor într-un ritm mai lent față de perioada precedentă. Astfel, dacă rata inflației într-o lună este de 5% (într-o previziune de 12 luni), iar în luna următoare aceasta se reduce la 4% (tot în previziune de 12 luni), atunci se manifestă o dezinflație de 1%.

În limbajul curent se face confuzia între dezinflație și deflație. Dacă în cazul dezinflației creșterea curentă a prețurilor este mai redusă decât în perioada precedentă, în cazul **deflației** nivelul prețurilor se diminuează în mod continuu, pe o perioadă îndelungată de timp. Dacă prețul unui bun A scade, de exemplu, de la 4 u.m. la 2 u.m., în perioada t_1 față de t_0, atunci putem vorbi de o deflație în prețul bunului A. Dacă prețul unui bun A este de 4 u.m. la momentul t_0, iar în t_1 ajunge la 4,4 u.m., atunci se determină nivelul inflației lunare: (4,4 – 4):4 x 100, ca fiind de 10%. Dacă la momentul t_2 prețul bunului este de 4,62 u.m., rezultă că în intervalul t_1-t_2 s-a manifestat o inflație de 5%. În această situație putem vorbi de **dezinflație**, întrucât ritmul de creștere a prețurilor a fost mai redus decât în luna precedentă.

Analiza fenomenului inflaționist, care a dobândit de-a lungul timpului dimensiuni considerabile, evidențiază pentru ultimii 40-50 de ani două caracteristici, și anume:

- creșterea prețurilor a cunoscut rate diferite de la un sector de activitate la altul, ceea ce a permis o creștere disproporționată a consumului;
- inflația reprezintă semnul unei deprecieri monetare.

În literatura de specialitate se asociază creșterea generală a prețurilor cu inflația, dar mai corect ar fi ca majorarea prețurilor să fie acompaniată de inflație, respectiv de o depreciere a monedei. Această depreciere a unității monetare provine dintr-o relație evidentă: dacă moneda valorează mai puțin, atunci aceasta va fi disponibilă într-o cantitate mai mare. Creșterea prețurilor rezultă, astfel, dintr-o abundență a mijloacelor de plată, iar dacă un preț indică valoarea relativă a unui produs, atunci indicele prețurilor este relevant pentru puterea de cumpărare a unei monede naționale.

Deprecierea monetară poate fi evaluată ca pierdere a puterii de cumpărare a monedei prin următoarele metode:

- **prin divizare**: dacă, de exemplu, pentru un bun se plătea la începutul perioadei suma de 100 u.m., iar la sfârșitul acesteia 1250 u.m.,

atunci, prin divizare $\frac{100}{1250} = 0{,}08$, rezultă un coeficient de 0,08, ceea ce semnifică faptul că o unitate monetară își conservă o putere de cumpărare de 8%. Acest tip de calcul prezintă avantajul de a sublinia că, **și în cazul în care inflația înregistrează valori foarte mari, moneda conservă, întotdeauna, o mică parte din puterea sa de cumpărare.**

- prin metoda dobânzilor compuse: pentru a se trece de la ratele anuale ale creșterii prețurilor la cele lunare, sau chiar zilnice, se utilizează formula dobânzilor compuse, astfel:

$$Cn = Co\ (1+ r)^n,$$

în care:

Cn = nivelul prețurilor la sfârșitul perioadei;

Co = nivelul prețurilor la începutul perioadei;

R = rata de creștere;

n = numărul de perioade (luni sau zile).

Dacă în decursul unei perioade de 1 an prețurile au sporit de la 100 la 1750, atunci prin aplicarea relației:

$$1750 = 100\ (1+ r)^{12}$$

sau

$$1750 = 100\ (1+r)^{365}$$

rezultă că rata lunară de depreciere a monedei este de 0,27 sau 27%, iar rata zilnică de depreciere este de 0,78%.

- **Măsurarea ratei inflației** se poate realiza pe baza indicilor de preț, potrivit relației:

$$r_{inflatia} = \frac{I_{pn} - I_{pn-1}}{I_{pn-1}} \times 100,$$

în care $I_{pn,\ n-1}$ reprezintă indicele prețurilor pentru anul n și anul n-1.

De exemplu, dacă indicele prețurilor, pentru anul n-1, s-a situat la nivelul de 135%, iar pentru anul n a reprezentat 148%, atunci rata anuală a inflației va fi de:

$$\frac{148\% - 135\%}{135\%} \times 100 = 9{,}62\%$$

- **Pentru măsurarea cantitativă a inflației** este posibilă și utilizarea **regulii numărului 70**, care permite o determinare rapidă a numărului de ani în care nivelul prețurilor se dublează, astfel:

$$\text{Numărul aproximativ de ani} = \frac{70}{\text{rata anuală a inflației}}$$

BCU MUSIC LIBRARY UNIVERSITY LIBRARY

De exemplu, dacă nivelul ratei anuale a inflației este de 15%, atunci numărul de ani în care prețurile se dublează este de $\frac{70}{15} = 4{,}66$.

Această regulă are aplicabilitate generală și permite determinarea perioadei de timp în care nivelul PIB sau al economiilor se dublează.

Pentru **determinarea ratei inflației** în România se utilizează doi indici:

a. indicele prețurilor de consum (Ipc);

b. indicele armonizat al prețurilor de consum (IAPC).

a. Pentru determinarea Ipc, bunurile și serviciile sunt grupate pe trei categorii și se determină pe baze diferite:

Ipc - luna de referință/luna precedentă

Ipc - luna de referință/luna decembrie a anului precedent

Ipc - luna de referință/luna corespunzătoare a anului precedent

b. Indicele armonizat al prețurilor de consum, IAPC, ia în considerare bunuri și servicii structurate pe 12 grupe. Acest indice este folosit de EUROSTAT (Oficiul de Statistică al Uniunii Europene) pentru comparații între țările membre, iar BCE îl utilizează pentru fundamentarea deciziilor de politică monetară.

IAPC este calculat din anul 1997, baza de calcul a acestuia fiind media anului 2005 (2005 = 100) și este determinat în toate țările europene.

Rata inflației prezintă următoarele forme:

a. **rata lunară a inflației** care reprezintă creșterea procentuală a prețurilor într-o lună față de luna precedentă.

$$rli = \frac{Ipl - Ipl_{-1}}{Ipl_{-1}} \times 100,$$

în care,

Ipl = indicele prețurilor din luna curentă;

Ipl_{-1} = indicele prețurilor din luna precedentă.

b. **rata medie lunară a inflației** care reprezintă media creșterilor lunare ale prețurilor. Se calculează ca medie geometrică a indicilor lunari ai prețurilor de consum din care se scade baza de comparație, egală cu 100.

c. **rata medie anuală a inflației** care reprezintă creșterea medie a prețurilor de consum, într-un an față de altul. Se calculează ca raport exprimat procentual între indicele mediu al prețurilor dintr-un an și cel din

anul precedent, din care se scade 100. Indicele mediu se determină ca medie aritmetică simplă a indicilor lunari din fiecare an, calculați față de aceeași bază (1990 = 100).

d. **rata anuală a inflației** care reprezintă creșterea prețurilor de consum dintr-o lună din anul curent față de aceeași lună din anul precedent. Se calculează ca raport exprimat procentual între indicele prețurilor de consum dintr-o lună/an curent și indicele prețurilor din luna corespunzătoare a anului precedent, din care se scade 100.

e. **rata inflației la sfârșitul anului** reprezintă creșterea prețurilor de consum din luna *decembrie* a unui an, față de aceeași lună a anului precedent. Se calculează ca produs între indicii lunari cu baza în lanț, care se raportează la 100, din care se scade 100.

Evidențiem aceste forme ale inflației prin exemplul de mai jos.

Evoluția lunară a Ipc în perioada 2007-2008 (prin raportare la luna precedentă, luna precedentă = 100) este redată în tabelul următor:

Tabelul 3.1

Anul 2007		Anul 2008
Ian.	100,2%	100,86%
Febr.	100,04%	100,7%
Martie	100,07%	100,67%
Aprilie	100,52%	100,52%
Mai	100,64%	100,49%
Iunie	100,14%	100,28%
Iulie	100,29%	100,69%
Aug.	100,86%	99,91%
Sept.	101,08%	100,40%
Oct.	100,97%	101,06%
Nov.	100,93%	100,32%
Dec.	100,64%	100,23%

a. Rata lunară a inflației (pentru iulie 2008)

$$rl\,inf = \frac{100,69\% - 100,28\%}{100,28\%} x100 = 0,398\%$$

BCU IAȘI CENTRUL UNIVERSITAR LIBRARY

b. Rata medie lunară a inflației. Se determină ca medie geometrică astfel (pentru anul 2008):

$$\sqrt[12]{1,0086 \times 1,007 \times 1,0067 \times 1,0052 \times 1,0049 \times 1,0028 \times 1,0069 \times 0,9991 \times 1,004 \times}$$

$$\times 1,0106 \times 1,0032 \times 1,0023 \times 100 - 100 = 1,00382 \times 100 - 100 = 0,382\%$$

c. Pentru determinarea ratei medii anuale a inflației nu dispunem de datele necesare.

d. Rata anuală a inflației:

- *pentru octombrie 2008* $\Rightarrow r\,inf = \frac{101,06\%}{100,97\%} x100 - 100 = 0,089\%$

- *pentru noiembrie 2008* $\Rightarrow r\,inf = \frac{100,32\%}{100,93\%} x100 - 100 = -0,6043\%$

e. Rata inflației (la sfârșitul anului 2008):

rinf (dec. 2008) = [100,86% x 100,7% x 100,67% x 100,52% x
x 100,49% x 100,28% x 100,69% x 99,91% x 100,40% x 101,06% x
x 100,32% x 100,23%] x 100 – 100 = 1,0629 x 100 – 100 = 6,29%

3.2 Cauze și forme ale inflației

Cauzele inflației sunt abordate diferit în literatura de specialitate, ceea ce necesită prezentarea unor elemente de diferențiere. În concepția **monetaristă**, variația cantității de monedă creează premise pentru un exces al cererii în raport cu oferta, situație care conduce la creșterea nivelului prețurilor. În abordarea de **tip keynesist**, cauza inițială a inflației o reprezintă diferența dintre cerere și oferta de monedă. Pe de o parte, poate exista o ofertă de monedă exogenă și o cerere stabilă sau, pe de altă parte, o ofertă endogenă și o cerere instabilă, în ambele cazuri emitenții de monedă având o responsabilitate directă în procesul inflaționist. Din aceste motive, autoritățile monetare deplasează dezbaterile despre cauzele inflației spre o analiză de tip normativ în materie de politică monetară.

3.2.1 Cauze ale inflației

Motivele manifestării inflației, ca dezechilibru monetar, sunt diferite, acestea constând în următoarele:

- motive sociostructurale;
- motive legate de structurile monopoliste ale pieței;
- motive antrenate de cerere și costuri.

BCU "ASE" BUCUREȘTI UNIVERSITY LIBRARY

Motivele sociostructurale situează cauzele inflației în starea conflictuală existentă între grupuri sociale sau organisme reprezentative ale acestora în materie de partajare a veniturilor. Explicația inflației prin aceste motive aduce ca argument diferențele între gusturile și preferințele indivizilor aparținând unor categorii sociale diferite, ceea ce antrenează uneori diferențe între cererea și oferta globală. Inconvenientul situării cauzelor inflației în existența elementelor sociale conflictuale constă în faptul că nu poate explica de ce se manifestă inflația și în perioadele de stabilitate socială, cum a fost în cazul economiilor occidentale în anii '80. În aceste condiții, rezultă că inflația este cea care generează conflicte și tensiuni sociale, și nu invers.

Motivele legate de structurile monopoliste ale pieței explică manifestarea inflației prin nivelurile sporite ale prețurilor în condiții de monopol, comparabile cu cele ce se manifestă în condiții de concurență. Schimbarea structurii pieței de la concurența la monopol poate explica creșterea nivelului prețurilor, dar nu în mod continuu. De exemplu, dacă o economie cunoaște la momentul t_0 o rată a inflației de X%, în condiții de concurență, trecerea în momentul următor la condiții de monopol majorează nivelul prețurilor de A la B, dar nu și evoluția viitoare a acestora, întrucât rata inflației X% rămâne constantă.

Inflația prin cerere și prin costuri. Teoria inflației prin cerere *(pull)* și a inflației prin costuri *(push)* au cunoscut apogeul în anii '50 (deși originea se află în abordările lui Keynes, când s-au căutat explicații total opuse celor monetariste).

Teoria inflației prin costuri își propune să explice creșterea prețurilor prin creșterea costurilor de producție și, în special, prin majorarea salariilor. Însă, cum originea creșterii salariilor se află într-un exces al cererii pe piața muncii, rezultă că inflația prin costuri este generată de dezechilibrele existente pe piața unui factor de producție și de nivelul scăzut al productivității muncii. Astfel, inflația prin costuri și inflația prin cerere se susțin într-o spirală inflaționistă.

3.2.2 Formele inflației

Inflația, ca principală formă de manifestare a dezechilibrului monetar, se manifestă în diferite forme, în funcție de cauzele care au generat-o.

Inflația prin cerere este generată de dezechilibrele, care se manifestă pe piața bunurilor și serviciilor, între cererea de bunuri și oferta globală inelastică. Efectul unui asemenea dezechilibru este creșterea prețurilor bunurilor și serviciilor respective, iar la baza fenomenului se află majorarea ofertei de monedă. Cauzele care antrenează creșterea cantității de monedă sunt legate de excedentul balanței de plăți, de creația monetară

excesivă şi de modificări în raportul dintre consum şi economii. Lipsa de elasticitate a ofertei provine din insuficienţa stocului de bunuri sau chiar din absenţa acestora şi poate fi temporară sau pe termen lung. Asemenea dezechilibre se manifestă, iniţial, în cadrul unui sector de activitate, extinzându-se, prin mecanisme specifice, la nivelul întregii economii.

Mecanismele specifice de transmisie a dezechilibrelor constau în următoarele:

- relaţii interindustriale;
- creşterea veniturilor populaţiei şi creşterea cererii de bunuri;
- efectul de contagiune;
- generalizarea creşterilor de preţ.

Inflaţia prin costuri este generată de revendicările grupurilor sindicale privind creşterea salariilor şi în acele domenii de activitate unde nu se obţin creşteri de productivitate. Consecinţele majorărilor de salarii sunt sporirea costurilor bunurilor şi serviciilor care sunt produse şi, ulterior, creşterea preţurilor. La baza creşterii preţurilor se află, astfel, diferenţa dintre creşterea productivităţii şi creşterea salariilor. Statistic, se demonstrează că, dacă sporirea productivităţii este de 5%, iar creşterea salariilor de 9%, atunci creşterea preţurilor se situează la 4%. Atunci când majorarea salariilor rămâne în urma majorării preţurilor, rezultă o diferenţă favorabilă care revine, sub formă de profit, angajatorului. Rezultă că inflaţia prin costuri se declanşează pe piaţa factorilor de producţie, iar salariul, ca principală componentă a costului, antrenează sporirea generală a preţurilor.

Inflaţia importată este un rezultat al participării economiilor la fluxurile internaţionale de capital, bunuri şi servicii şi se manifestă ca urmare a importului de materii prime şi bunuri pe care le realizează o anumită ţară. Variaţia cursurilor de schimb, în sensul unei evoluţii nefavorabile a acestora, pentru importuri, constituie o modalitate de generare a procesului inflaţionist, datorită majorării costurilor de producţie sub presiunea preţurilor de import.

Inflaţia structurală este determinată de strategia adoptată de unele ţări, de dezvoltare accelerată şi de creştere economică rapidă, ceea ce implică mobilizarea intensivă a factorilor de producţie. În economie se creează dezechilibre, concretizate în declinul unor sectoare de activitate, apariţia unor noi ramuri şi crearea de noi capacităţi de producţie. Finanţarea noilor activităţi este, în general, realizată prin fonduri bugetare sau credite bancare, situaţie care duce la un aflux monetar în economie şi la majorarea cererii. Accentuarea procesului inflaţionist este susţinută în continuare de sarcinile fiscale şi sociale, corespunzătoare noilor activităţi, ceea ce afectează interesele anumitor categorii sociale. În acest mod, inflaţia structurală este continuată de inflaţia prin venituri. La baza inflaţiei

structurale se află, de asemenea, factori precum susținerea unor sectoare de activitate și **rigiditatea economiei**, care se manifestă în domeniul procurării capitalului, al asigurării de resurse materiale sau al utilizării forței de muncă.

Alte criterii de clasificare a inflației conduc la alte forme de manifestare:

- în funcție de așteptările inflaționiste, se poate manifesta o **inflație anticipată** și o **inflație neanticipată**. Prima formă are drept caracteristică faptul că este primită și așteptată de fiecare participant pe piață; a doua formă, prin caracterul ei neașteptat, produce efecte importante asupra economiilor, forței de muncă și producției, ceea ce afectează echilibrul general;
- după funcționarea mecanismului pieței, se manifestă o **inflație deschisă** și o **inflație reprimată**. În cazul inflației deschise, mecanismul de funcționare a economiei se bazează pe prețuri fixe și se manifestă pe fundalul unei insuficiențe a bunurilor, serviciilor și forței de muncă din economie. Inflația reprimată apare ca rezultat al intervențiilor guvernamentale în creșterea prețurilor și salariilor, prin care se reduce cererea de bunuri și servicii;
- după ritmul de creștere al prețurilor, inflația poate fi **moderată** (ritm de creștere al prețurilor de 2-3% anual), **galopantă** (peste 10%) și **hiperinflație** (peste 50% lunar).

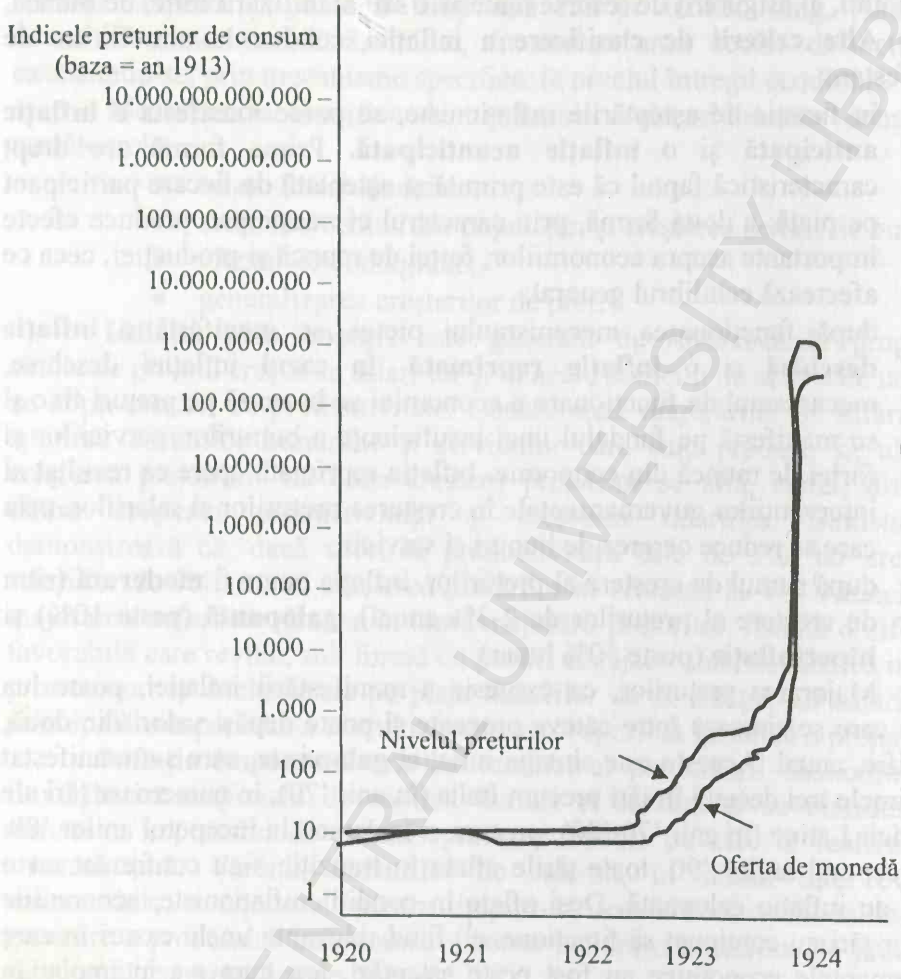
Majorarea prețurilor, ca expresie a manifestării inflației, poate lua valori care se situează între câteva procente și poate depăși valori din două, trei cifre, anual. Aceasta este situația inflației **galopante**, care s-a manifestat în ultimele trei decenii în țări precum Italia (în anii '70), în numeroase țări ale Americii Latine (în anii '70-'80), precum și în Israel, la începutul anilor '80. La începutul anilor '90, toate țările aflate în tranziție s-au confruntat cu o astfel de inflație galopantă. Deși aflate în condiții inflaționiste, economiile acestor țări au continuat să funcționeze[1], fiind relevante unele cazuri în care performanțele economice au fost peste așteptări, așa cum s-a întâmplat în Brazilia, în anii '80, sau în Turcia, în anii '90.

Atunci când inflația se concretizează într-o creștere anuală a prețurilor care se scrie cu 3-4 cifre, se manifestă **hiperinflația.** Convențional, există o limită de la care creșterea prețurilor se consideră hiperinflație, respectiv când se depășește **50%** lunar, ceea ce la nivelul unui an înseamnă o rată mai mare de 13.000%. Deși cazurile de hiperinflație au fost și sunt relativ rare, totuși o serie de țări au trăit experiența unor astfel de perioade, cum sunt: Germania, Ungaria, Brazilia etc.

În situația Germaniei, după cum rezultă și din reprezentarea grafică, în perioada 1922 – 1923 prețurile au sporit de 10 miliarde de ori. Ca efect,

[1] Eugen Rădulescu, *Inflația, marea provocare,* Editura Enciclopedică, București,1999

masa monetară, în termeni reali, a scăzut de 30 de ori, iar salariile reale au înregistrat fluctuații de ±33% de la o lună la alta.



Graficul 3.1 Evoluția hiperinflației în Germania

Sursa: Frederic Mishkin, *The Economics of Money, Banking and Financial Markets,* third Edition, p 667

Ungaria a cunoscut două perioade de hiperinflație, şi anume:

- în intervalul martie 1923 – februarie 1924, prețurile au crescut de 44 de ori, iar rata maximă lunară a inflației a ajuns la 98%;
- în perioada august 1945 – iulie 1946, prețurile au crescut de $3{,}18 \times 10^{27}$ ori, iar rata medie lunară a inflației a fost de 19800%.

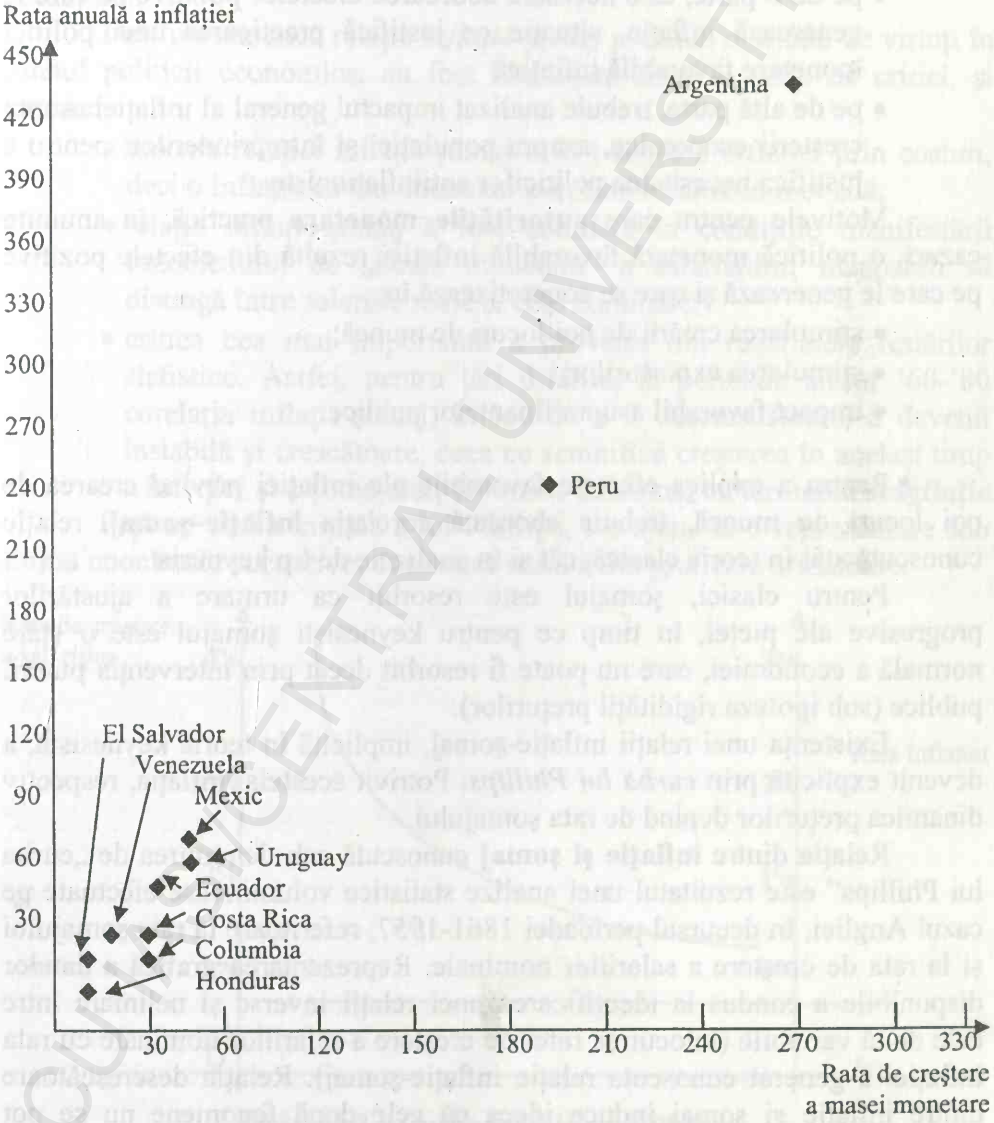
Iugoslavia şi Polonia au înregistrat hiperinflație în anul 1989, iar țările din fosta Uniune Sovietică, în anii '90. Cazul Bulgariei este, de

BCU IASI / CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

asemenea, elocvent, întrucât această țară a înregistrat o rată anuală a inflației de peste 1.150%.

În Brazilia, în anul 1989, prețurile au crescut cu 1.650%, ceea ce a însemnat o creștere de 27% lunar și 0,78% zilnic.

Alături de **creșterea prețurilor**, inflația este însoțită și de creșterea cantității de monedă, situație ilustrată pe exemplul țărilor Americii Latine, în anii 1980-1990. Graficul următor demonstrează că rata cea mai înaltă a inflației este, în general, asociată cu cea mai înaltă rată a creșterii masei monetare.



Graficul 3.2 Evoluția inflației și a masei monetare

Sursa: International Financial Statistic, 2000

BCU CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

3.3 Efectele inflației și corelația acesteia cu variabilele macroeconomice

Intensa monitorizare a inflației se datorează corelației acesteia cu variabilele macroeconomice și efectelor pe care le are asupra economiei și participanților la procesele economice.

Analiza efectelor inflației și a corelației acesteia cu principalele variabile macroeconomie trebuie realizată din două puncte de vedere:

- pe de o parte, este necesară abordarea efectelor pozitive pe care le generează inflația, situație ce justifică practicarea unei politici monetare favorabilă inflației;
- pe de altă parte, trebuie analizat impactul general al inflației asupra creșterii economice, asupra populației și întreprinderilor; pentru a justifica necesitatea politicilor antiinflaționiste.

Motivele pentru care **autoritățile monetare** practică, în anumite cazuri, o politică monetară favorabilă inflației rezultă din efectele pozitive pe care le generează și care se concretizează în:

- stimularea creării de noi locuri de muncă;
- stimularea exporturilor;
- impact favorabil asupra finanțelor publice.

▪ Pentru a explica efectele favorabile ale inflației privind crearea de noi locuri de muncă, trebuie abordată corelația **inflație–șomaj**, relație cunoscută atât în teoria clasică, cât și în analizele de tip keynesist.

Pentru clasici, șomajul este resorbit ca urmare a ajustărilor progresive ale pieței, în timp ce pentru keynesiști șomajul este o stare normală a economiei, care nu poate fi resorbit decât prin intervenția puterii publice (sub ipoteza rigidității prețurilor).

Existența unei relații inflație-șomaj, implicită în teoria keynesistă, a devenit explicită prin *curba lui Phillips*. Potrivit acesteia, inflația, respectiv dinamica prețurilor depind de rata șomajului.

Relația dintre **inflație și șomaj** cunoscută sub denumirea de „curba lui Phillips" este rezultatul unei analize statistice voluminoase efectuate pe cazul Angliei, în decursul perioadei 1861-1957, referitoare la rata șomajului și la rata de creștere a salariilor nominale. Reprezentarea grafică a datelor disponibile a condus la identificarea unei relații inverse și neliniare între cele două variabile (înlocuirea ratei de creștere a salariilor nominale cu rata inflației a generat cunoscuta relație inflație-șomaj). Relația descrescătoare dintre inflație și șomaj induce ideea că cele două fenomene nu se pot manifesta în același timp. O inflație egală cu zero nu poate fi obținută decât

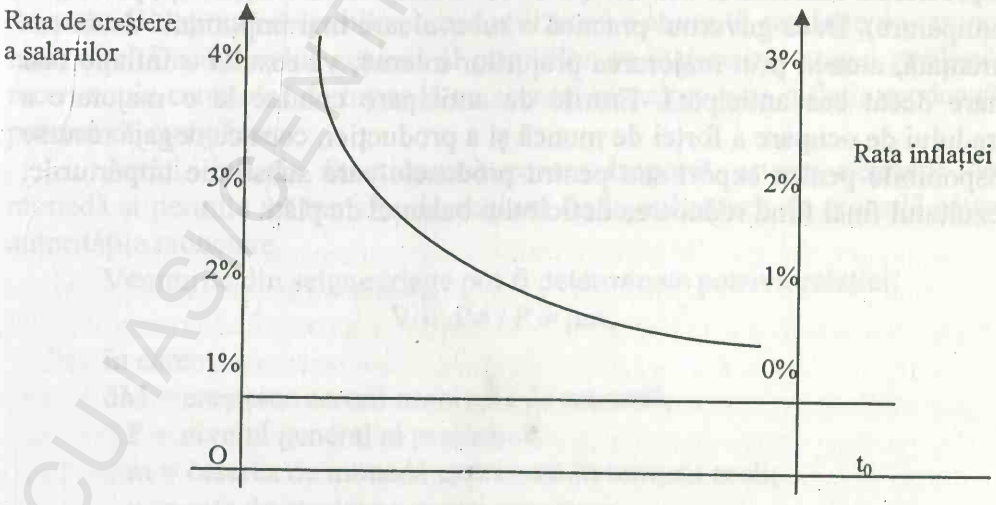
în detrimentul unei rate înalte a şomajului, iar rata şomajului nu poate fi redusă decât dacă se acceptă o inflație pozitivă, existând un permanent arbitraj între cele două variabile.

Perioada studiată de Phillips a fost marcată de o **inflație moderată**, care garanta deplina utilizare a forței de muncă, ceea ce semnifica adoptarea unor politici **stop and go**: atunci când şomajul era prea ridicat, se punea în aplicare o politică de relansare economică, şi invers, atunci când inflația devenea prea importantă se adoptau strategii cu consecințe şi asupra şomajului.

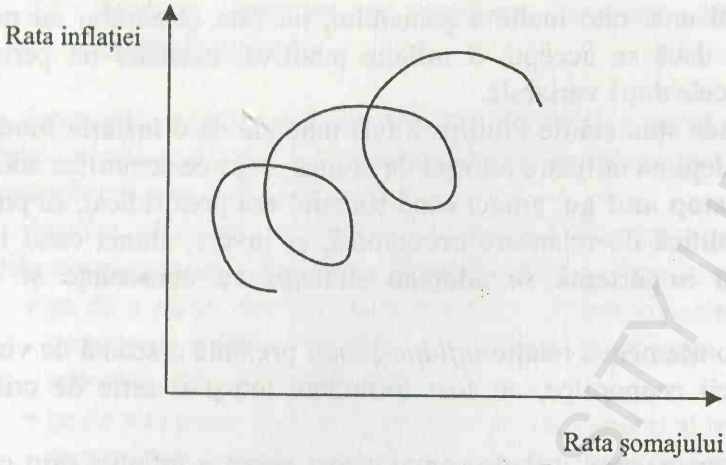
Deşi o asemenea relație *inflație-şomaj* prezintă o seamă de virtuți în planul politicii economice, au fost formulate totuşi o serie de critici, şi anume:

- ipoteza relației inflație-şomaj a fost aceea a inflației prin costuri, deci o inflație ca fenomen real pur, fără referire la monedă;
- relația inflație-şomaj a fost abordată în condițiile manifestării fenomenului de „iluzie monetară" a salariaților, incapabili să distingă între salariile reale şi cele nominale;
- critica cea mai importantă a provenit din rezultatele testărilor statistice. Astfel, pentru țări diferite, în perioada anilor '60-'80 corelația inflație-şomaj, în loc de a fi descrescătoare, a devenit instabilă şi crescătoare, ceea ce semnifică creşterea în acelaşi timp a inflației şi a şomajului, fenomen desemnat cu termenul **stagflație**.

Față de curba inițială a lui Phillips, s-a ajuns la o reprezentare sub forma unor bucle succesive, după cum rezultă din graficele următoare.



Graficul 3.3 Curba inițială a lui Phillips



Graficul 3.4 Curba modificată a lui Phillips

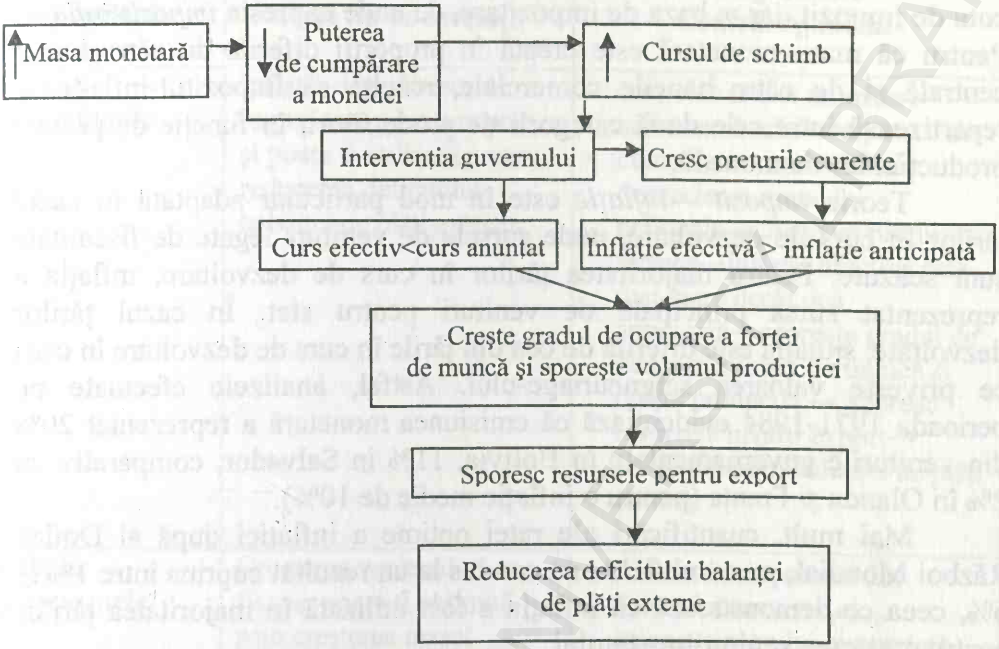
Starea de stagflație, evidențiată prin buclele succesive din curba modificată, a fost reprezentativă pentru numeroase țări dezvoltate la sfârșitul anilor '70 și în anii '80.

- Corelația dintre **inflație și export** trebuie analizată astfel: atunci când inflația degajă resurse pentru export, politica monetară poate fi utilizată pentru a reduce deficitul balanței de plăți externe. La acest rezultat se poate ajunge prin deprecierea monedei naționale.

Astfel, dacă autoritatea monetară majorează masa monetară, atunci inflația care rezultă antrenează diminuarea valorii monedei naționale, deci o depreciere a cursului de schimb (în conformitate cu teoria parității puterii de cumpărare). Dacă guvernul practică o subevaluare mai importantă decât cea anunțată, atunci, prin majorarea prețurilor interne, va rezulta o inflație mai mare decât cea anticipată. Erorile de anticipare conduc la o majorare a gradului de ocupare a forței de muncă și a producției, ceea ce degajă resurse disponibile pentru export sau pentru produsele care substituie importurile, rezultatul final fiind reducerea deficitului balanței de plăți.

BCU IASI/C... UNIVERSITY LIBRARY

Schematic aceste efecte ale inflației pot fi redate astfel:



▪ Efectele favorabile asupra **finanțelor publice** se regăsesc în corelația inflație-impozit.

Întrucât unul dintre obiectivele autorității publice este cel de maximizare a veniturilor fiscale, se poate decide obținerea acestora prin creşterea masei monetare. Veniturile obținute prin emisiunea monetară (seigneuriage) depind de rata de creştere a masei monetare şi de cantitatea de monedă deținută de public şi care utilizează o anumită cantitate de semne monetare. Dacă nivelul general al prețurilor se majorează, atunci publicul reconstituie cantitatea de monedă cu aceeaşi viteză cu care inflația erodează puterea de cumpărare.

Astfel, inflația funcționează ca un **impozit** asupra deținerii de monedă şi permite un transfer de venituri de la utilizatorii de monedă către autoritățile monetare.

Veniturile din seigneuriage pot fi determinate potrivit relației:

$$V = dM / P = \mu m,$$

în care:

dM = creşterea cererii nominale de monedă;

P = nivelul general al prețurilor;

m = cererea de monedă exprimată în termeni reali;

μ = rata de creştere a masei monetare.

Utilizând terminologia din domeniul finanțelor publice, μ reprezintă cota de impozit, iar *m* baza de impozitare, de unde expresia *impozit-inflație*. Pentru că masa monetară este creată în proporții diferite de către banca centrală și de către băncile comerciale, rezultă că impozitul-inflație se repartizează între cele două categorii de producători, în funcție de prorata producției lor de monedă.

Teoria *impozit – inflație* este în mod particular adaptată în cazul țărilor în curs de dezvoltare, unde sursele de venituri legate de fiscalitate sunt scăzute. Pentru majoritatea țărilor în curs de dezvoltare, inflația a reprezentat sursa principală de venituri pentru stat. În cazul țărilor dezvoltate, situația este diferită de cea din țările în curs de dezvoltare în ceea ce privește valoarea seigneuriage-ului. Astfel, analizele efectuate pe perioada 1971-1984 evidențiază că emisiunea monetară a reprezentat 20% din veniturile guvernamentale în Bolivia, 11% în Salvador, comparativ cu 2% în Olanda și Franța (pentru o inflație medie de 10%).

Mai mult, cuantificări ale ratei optime a inflației după al Doilea Război Mondial, pe cazul SUA, au condus la un rezultat cuprins între 1% și 6%, ceea ce demonstrează că inflația a fost utilizată în majoritatea țărilor pentru creșterea veniturilor statului.

Corelația inflației cu variabilele macroeconomice

Corelația cu variabile macroeconomice	Teoria care evidențiază acest tip de corelații	Argumente Contraargumente
Inflația și forța de muncă	Curba lui Phillips Creșterea inflației este însoțită de scăderea șomajului	– corelația este valabilă numai dacă se manifestă inflația prin costuri – în perioada anilor '60-'80 nu s-a confirmat corelația descrescătoare dintre inflație și șomaj, ci o corelație crescătoare (stagflație) – rata inflației se majorează în permanență ca urmare a anticipărilor „corective" ale agenților economici – relația inflație-șomaj nu se manifestă pe termen lung datorită existenței ratei naturale a șomajului (Friedman)

BCU IAȘI/CENTRU UNIVERSITAR IBR

Corelația cu variabile macroeconomice	Teoria care evidențiază acest tip de corelații	Argumente Contraargumente
Inflația și exporturile	Inflația degajă resurse importante pentru export și poate fi utilizată pentru reducerea deficitului balanței de plăți externe	– creşterea masei monetare antrenează scăderea puterii de cumpărare a monedei şi deprecierea monedei naționale→creşterea prețurilor interne→inflația efectivă este mai mare decât cea anticipată→sporeşte gradul de ocupare a forței de muncă şi creşte producția → sporesc resursele pentru export→ scade deficitul balanței de plăți externe
Inflația și impozitele	Creşterea veniturilor fiscale poate fi obținută prin creşterea masei monetare ca urmare a operațiunii de seigneuriage	– constituie sinonimul din domeniul monetar al seigneuriage-ului şi prezintă niveluri diferite în funcție de gradul de dezvoltare economică – în țările dezvoltate această sursă de obținere a veniturilor bugetare este scăzută, comparativ cu țările în curs de dezvoltare

Pentru a răspunde la întrebarea dacă este necesară lupta contra inflației, trebuie examinat impactul general al inflației asupra creşterii economice, populației şi întreprinderilor.

În anumite condiții şi la o anumită rată, **inflația poate influența pozitiv creşterea economică**, în sensul că aceasta stimulează producția şi investițiile în mai multe moduri, şi anume:

- creşterea veniturilor nominale, mai mult sau mai puțin indexate, poate antrena o creştere a cererii globale;
- cheltuielile financiare ale îndatorării sunt puțin împovărătoare, întrucât se rambursează în monedă depreciată, iar efectul multiplicator al creditului se amplifică;
- ratele de dobândă, foarte scăzute, uneori negative, conferă rentabilitate proiectelor de investiții.

BCU CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

Această abordare este conformă analizelor lui Keynes, care consideră că este necesară o inflație moderată, admițând că o monedă, care pierde în mod continuu din valoarea sa ca urmare a inflației, conduce la evitarea unor economii ridicate, slab remunerate și favorizează, în schimb, un flux de cheltuieli profitabile pentru activitatea economică. În prezent, economiștii nu agreează o asemenea abordare.

Inflația se manifestă și ca factor împotriva creșterii economice, datorită următoarelor aspecte:

- menține în activitate întreprinderi marginale, ineficiente;
- favorizează existența unor prețuri anormal de ridicate, iar întreprinderile în cauză sunt mai puțin competitive;
- constituie o frână în calea progresului economic, în sensul că sporirea profitului este obținută mai degrabă prin creșterea prețurilor de vânzare, decât prin scăderea costurilor de producție. Astfel, inflația antrenează distorsiuni artificiale între întreprinderi și denaturează concurența;
- inflația contribuie la deteriorarea progresivă a echilibrului extern: dificultăți la export, cauzate de prețurile ridicate de import. Cu cât nivelul inflației, respectiv diferența dintre ritmurile de creștere ale prețurilor în cele două țări sunt mai mari, cu atât se explică pierderile la export;
- inflația denaturează influența ratei de dobândă prin scăderea artificială a ratelor reale, ceea ce poate conduce la o risipă a capitalului, întrucât acesta poate fi împrumutat cu rate de dobândă mult scăzute. Un asemenea efect poate fi diminuat prin includerea unei prime de inflație anticipată, după cum propune modelul Fisher. Astfel rata reală rămâne stabilă chiar dacă inflația este în continuă creștere și este, sistematic, subestimată de către debitori.

Rezultă că este dificil de trasat o demarcație netă între avantajele și inconvenientele inflației. Legătura între inflație și creșterea economică este confirmată de observațiile statistice, atât pentru cazul particular al unei țări, cât și pentru analize globale.

La nivel internațional, un studiu al Băncii Mondiale, realizat în 1996, asupra evoluției inflației și a creșterii economice într-un număr de 127 de țări, pentru perioada 1960-1992, a evidențiat existența unei legături strânse între creșterea inflației și scăderea ritmului de creștere economică. Dacă rata inflației este superioară nivelului de 20%, aceasta nu va favoriza creșterea economică. Astfel, țările care înregistrează rate de creștere economică ridicate se află în situația unei inflații scăzute, cuprinse între 0-5%. Peste

nivelul inflației de 20%, rata de creștere economică devine negativă. În concluzie, **inflația ridicată frânează creșterea economică, hiperinflația induce recesiune, iar un nivel moderat al acesteia, în general, antrenează efecte pozitive.**

Efectele inflației asupra populației. La întrebarea „cine pierde, cine câștigă?" răspunsul trebuie nuanțat, deoarece se poate spune că populația pierde atunci când economisește și câștigă atunci când se împrumută.

Întrucât inflația nu creează bogăție, rezultă că aceia care câștigă o fac în detrimentul celor care pierd, iar suma pierderilor și câștigurilor este nulă. Cei care pierd sunt, în principal, titularii unor venituri fixe sau moderate și cei care economisesc. Aceștia din urmă constituie principala victimă a inflației, ca urmare a dobânzilor reale scăzute, chiar negative, și ca urmare a deprecierii capitalului lor financiar. În schimb, proprietarii de bunuri imobiliare și funciare, precum și de alte active reale, beneficiază de inflație, întrucât, la modul general, prețul acestora crește mai repede decât cel al activelor financiare. Beneficiază, de asemenea, de inflație, cei care se îndatorează, întrucât rambursarea datoriilor se realizează într-o monedă depreciată.

Efectele asupra întreprinderilor. Întreprinderile sunt în egală măsură beneficiare, dar și victime ale inflației. Astfel, sunt favorizate investițiile, pe de o parte, și, pe de altă parte, se degajă o marjă de autofinanțare suplimentară prin diminuarea sarcinii cu rambursarea datoriilor. Inflația provoacă, deseori, creșterea salariilor și a ponderii acestora în valoarea adăugată, în detrimentul profiturilor, de unde rezultă o scădere a rentabilității economice. Un alt fenomen îl constituie influența inflației asupra contabilității întreprinderilor, în sensul că oferă iluzia realizării de profituri, majorează baza impozabilă și distribuirea de dividende.

Rezultă că efectele pozitive sunt de mai mică importanță decât cele negative, ceea ce justifică încetinirea creșterii economice.

3.4 Politici antiinflaționiste

Lupta împotriva inflației reprezintă obiectivul unic al politicilor economice, **mijloacele tradiționale de combatere a acesteia fiind, în principal, următoarele:**

- **înghețarea prețurilor;**
- **politica bugetară și fiscală;**
- **limitarea creditului;**
- **politica veniturilor.**

BCU "ION CREANGĂ"

Blocajul preţurilor este o modalitate directă de luptă contra inflaţiei şi constă în măsuri de interzicere a majorării preţurilor pentru diverse bunuri şi servicii, de-a lungul unei perioade determinate. Această măsură constă într-o acţiune directă şi rapidă comparativ cu alte măsuri, dar eficacitatea pe termen lung este scăzută. Cea mai importantă problemă este cea a ieşirii din starea de „îngheţare" a preţurilor, întrucât intervin, imediat, majorări semnificative ale acestora. Riscul este cu atât mai mare cu cât perioada de stagnare este mai îndelungată. Blocarea preţurilor n-a permis niciodată diminuarea inflaţiei, ci a împiedicat extinderea acesteia într-un mod necontrolat.

Politica bugetară şi fiscală. Prin măsurile de politică bugetară şi fiscală se urmăreşte reducerea cererii globale. Sunt disponibile două instrumente:

- reducerea cheltuielilor publice ale statului;
- majorarea fiscalităţii sau diminuarea veniturilor, care antrenează diminuarea cheltuielile sectorului privat.

Acest tip de politică nu este utilizat, pe de o parte datorită caracterului său inadaptat la situaţiile în care inflaţia este însoţită de o rată ridicată a şomajului, iar pe de altă parte datorită ineficacităţii pe termen scurt şi impactului necontrolabil pe termen lung.

Limitarea creditului constă într-o acţiune restrictivă asupra distribuirii anumitor credite. Acest instrument prezintă anumite limite, şi anume:

- dificultatea de a fixa norme de creştere a volumului creditelor;
- alterarea concurenţei între bănci şi penalizarea celor mai dinamice;
- multiplicarea procedurilor de încălcare a reglementărilor.

Politica veniturilor se aplică în măsura în care o majorare excesivă a veniturilor constituie un factor determinant al creşterii cererii şi, în acelaşi timp, al creşterii costurilor salariale. Logica acestui instrument este următoarea: reducerea veniturilor poate reduce tensiunile inflaţioniste. Aplicarea în practică se face cu dificultate, datorită presiunii sindicatelor. Acesta este motivul pentru care măsura a fost puţin aplicată. Toate aceste măsuri utilizează o singură metodă: reducerea activităţii economice, motiv pentru care s-au căutat alte instrumente prin care să se acţioneze direct asupra nivelului general al preţurilor, fără a perturba însă activitatea economică.

Manifestarea fenomenului inflaţionist, de-a lungul timpului, într-un număr mare de ţări, a evidenţiat că autorităţile monetare au folosit diverse

politici de stabilizare în funcție de particularitățile economiei și ale conjuncturii internaționale.

Astfel, în **țările Americii de Sud** (Argentina, Brazilia, Chile și Bolivia), unde s-au înregistrat rate ale inflației extrem de ridicate la începutul anilor '90, politica de stabilizare s-a bazat pe sporirea economiilor populației și descreșterea cererii globale, ca rezultat al creșterii ratei de dobândă și reducerii cheltuielilor bugetare. În **Italia**, în 1992, combaterea inflației s-a realizat prin planificarea unui deficit bugetar redus, însoțit de diminuarea cheltuielilor publice și de reducerea datoriei interne. În țările **Europei de Est**, stabilizarea s-a realizat prin adoptarea unei serii de politici macroeconomice recomandate de FMI, fără ca rezultatele să se concretizeze într-o îmbinare a politicii industriale cu reforma fiscală și excedentul balanței comerciale.

Pentru soluționarea problemelor economice și monetare din **Rusia** s-a procedat la reforma monetară, în vederea stabilizării monedei naționale, rubla. Soluția a fost aceea a retragerii din circulație a rublei vechi și emisiunii unei noi ruble-valută, o monedă „forte", convertibilă, cu curs fix. Astfel, din 23 ianuarie 1991, în decurs de trei zile, bancnotele de 50 și 100 de ruble au fost schimbate în bancnote de valoare mai mare sau în bani de cont, până la limita salariului mediu pe economie. Această măsură a fost însoțită de înghețarea conturilor personale și autorizarea tranzacțiilor pentru un plafon de 500 ruble/lună.

În **SUA**, politica de stabilizare a anilor '80 s-a concretizat în reducerea deficitelor bugetare, crearea de noi produse financiare, flexibilitatea politicii de creditare și a politicii fiscale, deprecierea dolarului și reducerea impozitului pe venitul global.

În **China** anilor '90, inflația a înregistrat un nivel ridicat datorită măsurilor de creditare a întreprinderilor neperformante și deteriorării politicii fiscale. Pentru combaterea inflației au fost utilizate metode centralizate, combinate cu metode de liberalizare a economiei și intensificarea schimburilor comerciale cu țările dezvoltate (Japonia, Marea Britanie, SUA etc.).

3.5 Deflația: concept și forme

Termenul *deflație* este opusul celui de inflație și presupune frânarea sau resorbția totală a acesteia prin măsuri care vizează diminuarea masei monetare și reducerea cererii în raport cu oferta.

În literatura de specialitate se vehiculează trei forme ale deflației și anume:

- deflația monetară;
- deflația financiară;
- deflația reală.

Deflația monetară se caracterizează prin diminuarea mijloacelor de plată în circulație, deci prin reducerea cantității de monedă aflată la dispoziția agenților economici și populației.

Deflația financiară corespunde unei contracții a creditului disponibil acordat agenților economici și populației de către instituțiile de credit. Principala manifestare a acestor două forme de deflație este scăderea prețurilor bunurilor și serviciilor, precum și a prețului activelor reale.

Deflația reală este sinonimă cu reducerea activității economice, aceasta fiind un alt termen utilizat pentru a desemna recesiunea care însoțește, în general, deflația monetară sau financiară.

Prin termenul deflație sunt desemnate toate scăderile considerabile ale prețurilor, indiferent de cauzele lor sau de efectele pe care le generează. Rata deflației poate fi definită ca rata anuală de scădere a nivelului general al prețurilor, fiind, în alți termeni, o rată a inflației negative.

Pot fi diferențiate două niveluri de deflație: **deflația deschisă** și **deflația târâtoare**. În primul caz, episoadele deflaționiste se pot caracteriza prin: scăderea nivelului general al prețurilor și a cantității de monedă în circulație; rambursarea datoriei publice; reducerea cheltuielilor publice; contracția creditelor private; diminuarea veniturilor și a cererii nominale totale etc. În anii '90, s-au manifestat aceleași fenomene, într-o formă modificată: o scădere a inflației, neînsoțită de o diminuare a prețurilor; o încetinire a vitezei de circulație, fără a antrena o diminuare a masei monetare, o frânare a creșterii veniturilor, dar nu o diminuare a lor; o încetinire a creșterii economice, dar nu o recesiune. Această formă a deflației, care s-a manifestat în țările membre ale UE la începutul anilor '90, a fost numită **deflație târâtoare**.

Cauzele deflației pot fi monetare sau financiare:

- **Diminuarea masei monetare**, respectiv diminuarea volumului acesteia sau încetinirea vitezei de circulație pot sta la baza deflației. De la sfârșitul secolului al XIX-lea și începutul secolului al XX-lea, termenul deflație a corespuns acestei abordări în sensul că a avut loc o reducere a cantității de monedă emisă de banca centrală (bilete de bancă, avansuri către stat).
- **Restricțiile în distribuirea creditelor.** Deflația reprezintă și rezultatul unei politici de limitare a creditului, dusă la extreme. Orice restricție

puternică și durabilă în distribuirea creditelor, indiferent că se datorează unei constrângeri monetare sau unei atitudini deliberate a băncilor, este de natură să conducă la o situație **deflaționistă**.

- **Creșterea ratelor reale de dobândă.** În decursul anilor '80, acest fenomen a dobândit o nouă amploare și a fost considerat că a stat la baza stagflației economice. Creșterea ratelor de dobândă conduce la situații deflaționiste, întrucât descurajează investițiile și achizițiile de titluri, deci se reduce activitatea economică. De asemenea, rata crescută a dobânzii reprezintă semnul unei politici monetare restrictive care antrenează efecte deflaționiste.
- **Politica valutară.** Statele practică deseori politica unei monede puternice sub presiunea băncilor centrale, cu scopul de a reduce dezechilibrele externe de natură inflaționistă. Această politică a monedei puternice constă într-o apreciere a valorii externe a acesteia și este obținută fie printr-o restrângere a cantității de monedă, fie prin creșterea ratelor de dobândă.
- **Îndatorarea excesivă.** Împrumutul este necesar pentru dezvoltarea activității economice, dar presupune rambursarea capitalului și a cheltuielilor financiare, care devine o povară pe măsură ce îndatorarea devine excesivă. Recurgerea la împrumuturi susține creșterea economică într-o primă etapă, dar exercită o influență deflaționistă.
- **Preferința pentru lichiditate.** Atunci când la nivelul agenților economici și populației se manifestă o puternică preferință pentru lichiditate, aceasta nu conduce la scăderea ratei de dobândă, în măsura în care lipsește încrederea în viitor, iar perspectivele blochează orice investiție. Economia stagnează, iar deflația se manifestă.

Efectele deflației se pot concretiza în:

- diminuarea consumului în favoarea economisirii;
- majorarea poverii datoriei publice;
- scăderea valorii patrimoniilor;
- majorarea ratelor reale ale dobânzii etc.

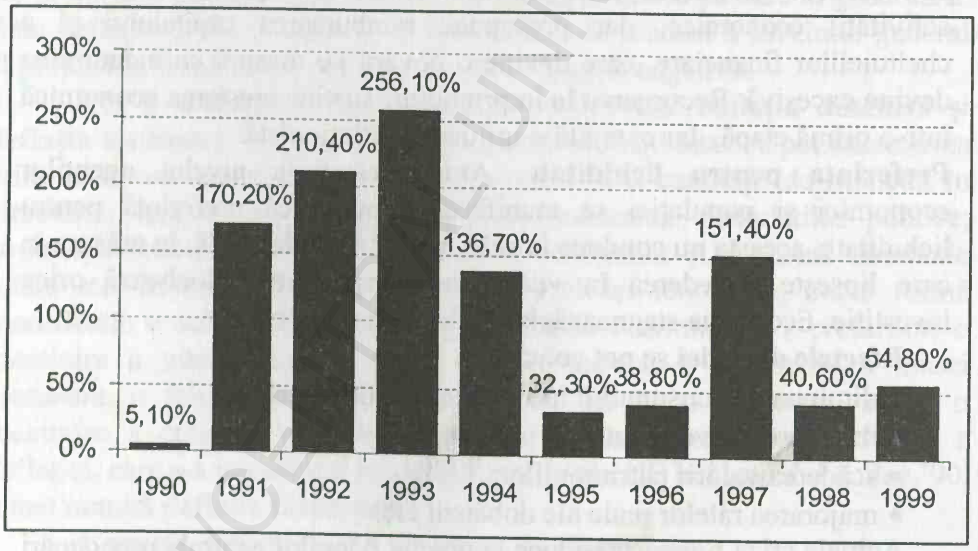
Actuala criză financiară aduce la nivelul băncilor centrale preocupări legate de pericolul deflației. Deflația, sau scăderea prețurilor, pe o perioadă prelungită poate afecta economia, făcând mai dificilă plata datoriilor și sporind reticența băncilor la acordarea creditelor. Deflația va permite să rămână pe piață doar cei care vor face față scăderii prețurilor, firmele mai puțin eficiente trebuind să părăsească piața.

În SUA, în luna octombrie 2008 s-au înregistrat scăderi ale prețurilor bunurilor de consum, pentru prima dată după anul 1982.

3.6 Inflația în România

3.6.1 Evoluția inflației în perioada 1990-1999

Liberalizarea prețurilor a reprezentat **cauza principală** care a alimentat procesul inflaționist în această perioadă de tranziție la economia de piață, aceasta caracterizându-se nu numai prin rate înalte ale inflației, dar și **printr-o volatilitate crescută a acesteia.** Ca efect al măsurilor întreprinse pe linia liberalizării graduale a prețurilor, respectiv a reducerii treptate a subvențiilor la foarte multe produse, s-a ajuns la o **rată lunară** a inflației, în unele perioade, măsurată prin prețuri la consumator, de peste 30%. Dacă, în primii ani ai tranziției, **rata anuală** a inflației a înregistrat valori cuprinse între 200 și 300%, în intervalul 1993-1996, nivelul acesteia a coborât la circa 25-30%. Liberalizarea prețurilor a continuat însă și în intervalul 1997-1999, generând presiuni inflaționiste majore, rata inflației situându-se și în această perioadă la un nivel relativ ridicat (graficul 3.5).



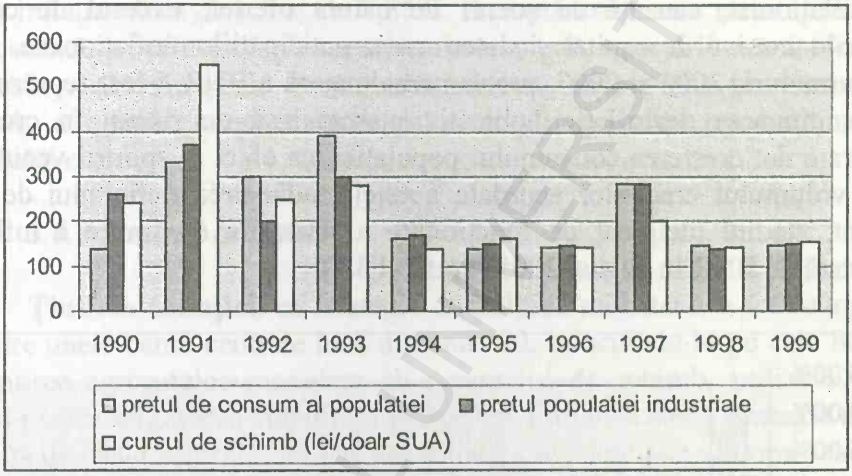
Graficul 3.5 Evoluția ratei inflației în perioada 1990-1999

Sursa: INS

Deprecierea constantă a cursului de schimb, uneori **abruptă**, a reprezentat o altă **cauză majoră** care a alimentat creșterea prețurilor, amplitudinea efectelor sale asupra inflației variind în intensitate în funcție de politicile aplicate. În primii ani ai tranziției, modificările de curs

de schimb au fost mai rare, dar mai abrupte, trecerea de pe un nivel de relativă stabilitate pe altul antrenând de fiecare dată creşteri ale preţurilor şi, deci, ale inflaţiei.

Deşi după liberalizarea pieţei valutare (1997) nu s-au mai înregistrat momente de depreciere accentuată a cursului de schimb, totuşi preţurile au continuat să manifeste o anumită sensibilitate la fluctuaţiile acestuia, fapt care s-a materializat şi într-o scădere a ratei inflaţiei, comparativ cu anii precedenţi (graficul 3.6).



Graficul 3.6 Inflaţia şi cursul de schimb

Sursa: INS, BNR

În toată această perioadă ('90-'99), procesul inflaţionist a fost alimentat şi de alte cauze, mai importante fiind cele generate de ritmul lent al reformelor din economie, al privatizării şi restructurării acesteia, de cadrul macroeconomic nefavorabil, caracterizat prin puternice dezechilibre, concretizate în unele perioade prin deficite bugetare mari şi scăderi severe ale PIB, scăderea drastică a rezervelor monetare oficiale etc.

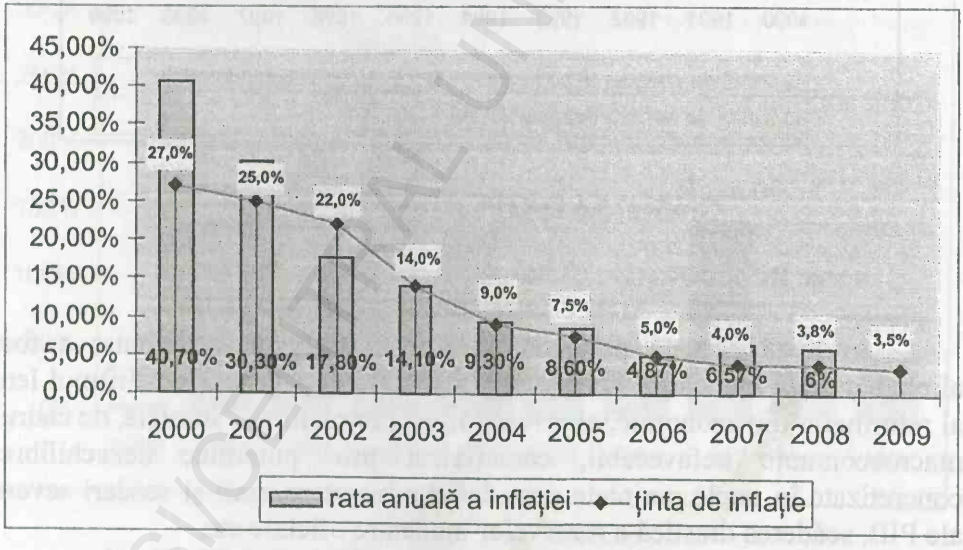
3.6.2 Evoluţia inflaţiei în perioada 2000-2008

Perioada 2000-2008 s-a caracterizat prin creştere economică, reducerea inflaţiei şi a deficitului bugetar, creşterea rezervelor monetare şi un deficit de cont curent în creştere, dar sustenabil. Anul 2000 a marcat, de altfel, debutul **procesului dezinflaţionist**, BNR stabilind ca obiectiv

prioritar reducerea anuală a ratei inflației cu procente reprezentând între un sfert și o treime din creșterea prețurilor aferentă anului precedent.

Reducerea inflației de la 54,8% în 1999 la 6,57% în 2007 a fost rezultatul unui mix de politici economice favorabile dezinflației. În toată această perioadă, politica monetară și cea fiscală au avut, în general, un caracter restrictiv, la care am adăuga o politică a veniturilor salariale relativ neutră și o evoluție favorabilă a economiei, caracterizată prin creșteri însemnate ale PIB.

Anul 2005 a fost marcat de o **întrerupere temporară** a procesului dezinflaționist, cauzată de șocuri de natura ofertei, excesul de cerere, intrările masive de capital și deteriorarea anticipațiilor inflaționiste. Și în anii următori, 2006 și 2007, preocuparea majoră a BNR a fost reprezentată de continuarea dezinflației, obiectiv marcat însă de riscuri în creștere, generate de: creșterea consumului populației, ca efect al sporirii veniturilor și a volumului creditelor acordate acesteia; adâncirea deficitului de cont curent; stadiul incipient de funcționare a strategiei de țintire a inflației, adoptată de BNR în august 2005 (graficul 3.7).



Graficul 3.7 Rata inflației 2000-2009 (procente)

Sursa: INS

Așa cum se observă din graficul 3.7, inflația a scăzut de la 40,7 procente în 2000 până la 4,9% în 2006. În anul 2007, după aderarea României la Uniunea Europeană, inflația a urcat până la 6,5 % din cauza șocurilor interne și externe. În anul 2007, impactul inflaționist major a fost

exercitat de creşterea peste aşteptări a preţurilor volatile ale unor produse agricole (+10,8 la sută faţă de luna iunie şi respectiv +8,4 % la sută în comparaţie cu luna iulie) şi de majorarea semnificativă a preţurilor unor produse alimentare cu ponderi semnificative în coşul de consum şi pentru care cererea era inelastică.

În acest context, rata anuală a inflaţiei şi-a accentuat deviaţia faţă de traiectoria descendentă corespunzătoare ţintei de 4 % +/- 1 punct procentual, atingând la sfârşitul anului 2007 nivelul de 6,75 %. În graficul 3.7 am prezentat şi inflaţia prognozată pentru anul 2008 (6%). La sfârşitul anului 2008, inflaţia efectivă a fost de 7,85%. Această creştere a ratei inflaţiei a fost cauzată, în principal, de creşterea pronunţată a preţurilor volatile şi a veniturilor salariale şi de necorelarea acestora cu evoluţia productivităţii muncii, atingerea unor maxime istorice ale preţului internaţional al petrolului etc.

3.6.3 Ţintirea inflaţiei

Ţintirea inflaţiei, ca strategie de politică monetară, a fost adoptată de către unele bănci centrale încă din anii '90, înlocuindu-le pe cele bazate pe ţintirea agregatelor monetare şi a cursului de schimb, utilizate până atunci pentru asigurarea stabilităţii preţurilor. Iniţial, această strategie a fost aplicată de bănci centrale din ţări dezvoltate, dovedindu-se ulterior o soluţie oportună şi pentru economiile emergente.

Această strategie are drept scop stabilirea unei ţinte privind nivelul ratei inflaţiei pe o anume perioadă de timp. În opinia noastră, **ţintirea inflaţiei** trebuie interpretată mai degrabă ca o ţintire a previziunilor inflaţioniste. Drept urmare, dacă banca centrală care a adoptat o asemenea strategie va performa, atunci putem aprecia că previziunile sale vor fi foarte aproape de inflaţia reală care se va înregistra în viitor.

Experienţa a demonstrat că ţintirea inflaţiei poate fi o **strategie eficientă** numai în măsura în care inflaţia urmează un trend descrescător, acurateţea ei sporind odată cu creşterea credibilităţii şi stabilităţii macroeconomice, care antrenează, la rându-i, un rating de ţară ridicat şi o scădere semnificativă a riscurilor pentru potenţialii investitori.

Comparativ cu celelalte strategii (ţintirea agregatelor monetare, a cursului de schimb etc.) *utilizarea ţintirii* inflaţiei pentru asigurarea stabilităţii preţurilor, ca obiectiv fundamental de politică monetară, se sprijină, în principal, pe trei argumente:

- în primul rând, accentul pus pe controlul şi reducerea inflaţiei nu se datorează faptului că celelalte variabile macroeconomice

(creştere economică, ocupare deplină a forţei de muncă etc) sunt mai puţin importante, ci pentru simplul motiv că *rata inflaţiei* este singura variabilă ce poate fi influenţată de politica monetară. Stabilind o rată redusă a inflaţiei, ca obiectiv principal pe termen lung, practic banca centrală a acceptat, implicit, că este în măsură să realizeze acest lucru;

- în al doilea rând, menţinerea unei rate reduse a inflaţiei este o premisă importantă pentru asigurarea stabilităţii preţurilor şi realizarea unei creşteri economice sănătoase;
- în al treilea rând, şi cel mai important, asigurarea stabilităţii preţurilor prin ţintirea inflaţiei şi menţinerea unei rate scăzute a acesteia generează o mai mare credibilitate în ce priveşte aşteptările mediului de afaceri şi ale publicului larg. Altfel spus, ţintirea inflaţiei influenţează pozitiv economia, serveşte drept reper pentru aşteptările inflaţioniste şi atenuează semnificativ fluctuaţiile ciclurilor economice.

În literatura de specialitate, majoritatea economiştilor susţin că ţintirea inflaţiei presupune, în principal, următoarele:

- asigurarea stabilităţii preţurilor;
- măsurarea stabilităţii preţurilor printr-o rată a inflaţiei ce urmează a fi atinsă într-un anumit orizont de timp;
- independenţa băncii centrale în ceea ce priveşte instrumentele utilizate în atingerea ţintei de inflaţie;
- deplină transparenţă din partea băncii centrale privind evoluţiile anterioare şi viitoare ale inflaţiei;
- răspunderea băncii centrale privind eventualele eşecuri în atingerea ţintei de inflaţie stabilite.

Cerinţe (precondiţii) ale trecerii la regimul de ţintire a inflaţiei

Această strategie a avut succes în majoritatea ţărilor care au implementat-o datorită faptului că a fost precedată de îndeplinirea unor cerinţe (condiţii) esenţiale, grupate în două categorii: cerinţe instituţionale şi cerinţe tehnice.

a. Cerinţe (condiţii) instituţionale

- *ţintirea inflaţiei* să reprezinte o prioritate absolută. Altfel spus, asigurarea stabilităţii preţurilor prin ţintirea inflaţiei are prioritate în faţa altor obiective (creştere economică, competitivitate externă, ocupare deplină a forţei de muncă etc.);

- autonomia și independența băncii centrale. Performanța țintirii inflației este legată nemijlocit de existența unui grad sporit de independență a băncii centrale în elaborarea și implementarea politicii monetare;
- realizarea unui mix corespunzător între politica monetară și cea fiscală. O politică fiscală necorespunzătoare poate afecta eficiența măsurilor de politică monetară. Drept urmare, politica fiscală trebuie ajustată corespunzător pentru a nu afecta ținta de inflație;
- existența unui sistem financiar dezvoltat. Lipsa unui astfel de sistem poate accentua efectele dominantei fiscale asupra realizării obiectivelor de inflație. Altfel spus, piețele financiare nu au capacitatea să ofere informații privind anticipațiile inflaționiste pe termen mediu, utilizate de banca centrală în stabilirea țintei de inflație. Totodată, un sistem bancar fragil și, deci, vulnerabil la evoluțiile macroeconomice ar putea afecta reușita țintirii inflației, banca centrală fiind nevoită să sacrifice obiectivul de inflație pentru a evita o eventuală criză sistemică;
- practicarea unui curs de schimb flexibil. O asemenea politică de curs de schimb reprezintă o condiție necesară în cadrul strategiei de țintire a inflației;
- transparență și responsabilitate. O politică monetară caracterizată prin transparență presupune consecvența băncii centrale în conduita sa antiinflaționistă (comunicarea către public a obiectivelor, deciziilor și prognozelor etc.) și care are ca efect o creștere a credibilității, respectiv a responsabilității în asumarea obiectivelor stabilite.

b. Cerințe tehnice

Cerințele tehnice vizează următoarele aspecte operaționale:

- *valoarea numerică a țintei de inflație.* La prima vedere, o definire strictă a stabilității prețurilor echivalează cu o rată a inflației egală cu zero sau foarte aproape de zero. În realitate, o inflație zero este greu de atins, având, în același timp, și efecte negative asupra economiei. Trebuie făcută însă distincția între țintirea unui anumit nivel al prețurilor sau țintirea inflației. În afara faptului că este foarte greu de implementat și de măsurat, o țintire a nivelului prețurilor fixează teoretic nivelul tuturor prețurilor, nepermițând nici-unuia dintre acestea să fluctueze. În schimb, țintirea inflației face ca prețurile bunurilor de consum să fluctueze,

creşterile/scăderile unora fiind compensate de scăderile/ creşterile altora, permiţând indicelui să rămână la un nivel constant.

- *lărgimea benzii-ţintă.* La anunţarea ţintei, banca centrală poate opta între a alege *un singur punct* sau a alege *un interval în jurul unui punct.* Această alegere poate afecta credibilitatea băncii centrale. Dacă, de exemplu, banca centrală îşi fixează ca obiectiv de inflaţie un punct a cărui valoare este de 6% şi la sfârşitul orizontului de timp inflaţia este de 6,2%, banca centrală a ratat ţinta. Dacă ţinta de inflaţie este definită prin intervalul 5,7%-6,3%, iar inflaţia efectivă la sfârşitul orizontului de timp de este 6,2%, admitem că banca şi-a atins ţinta. Banda este necesară menţinerii unei anumite flexibilităţi a politicii monetare în ceea ce priveşte reacţia la şocurile pe termen scurt. Alegerea dimensiunii benzii-ţintă reflectă un compromis între anunţarea unei benzi înguste cu riscul de a o depăşi ocazional şi anunţarea unei benzi largi, care poate fi percepută ca o atitudine laxă a politicii monetare.
- *orizontul de timp.* Stabilirea orizontului ţintei depinde de nivelul iniţial al inflaţiei şi de durata mecanismului de transmisie. Practica a demonstrat că orizontul de timp pentru aplicarea ţintei de inflaţie ar trebui să fie între un an şi patru ani. Un orizont mai mic de un an ar fi ineficient datorită timpului de răspuns al implementării unei decizii de politică monetară, în timp ce un orizont mai mare de patru ani nu ar fi relevant prin prisma credibilităţii.
- *utilizarea unui model de prognoză a inflaţiei* de către banca centrală care este esenţială într-un regim de ţintire, datorită caracterului anticipativ al unei astfel de strategii. Ţintirea inflaţiei reprezintă ancorarea anticipaţiilor în interiorul benzii-ţintă. Elaborarea unei prognoze satisfăcătoare depinde de existenţa unor serii de date istorice consistente care să permită estimarea unor relaţii stabile între inflaţie şi celelalte variabile macroeconomice. În plus, prognozele băncii centrale nu trebuie să înglobeze anticipaţiile pe care se sprijină prognozele altor instituţii.

BCU IAŞI

Țintirea inflației în România

a. Premisele implementării acestei strategii

Țintirea inflației, ca strategie de politică monetară, a fost adoptată de BNR în august 2005, implementarea acesteia la momentul respectiv fiind posibilă și oportună datorită evoluțiilor pozitive ale economiei și concretizate în:

- o rată anuală a inflației sub 10%;
- credibilitate în creștere a băncii centrale și o mai mare transparență;
- o mai bună corelare a politicii monetare cu cea fiscală;
- existența unui sistem financiar stabil și în plin proces de consolidare;
- creșterea gradului de intermediere financiară;
- o mai mare flexibilitate a cursului de schimb;
- trecerea în perspectivă la moneda euro.

b. Caracteristicile regimului

Caracteristicile cele mai importante specifice noului regim de țintire a inflației, implementat în 2005, au vizat următoarele aspecte:

- anunțarea unor ținte anuale de inflație pe o perioadă mai mare de timp;
- exprimarea țintei ca punct central în interval de variație de ±1 puncte procentuale;
- utilizarea indicelui prețurilor de consum în exprimarea țintei de inflație;
- practicarea, în continuare, a unui curs de schimb flexibil al monedei naționale;
- stabilirea și anunțarea țintei de inflație de către BNR împreună cu guvernul.

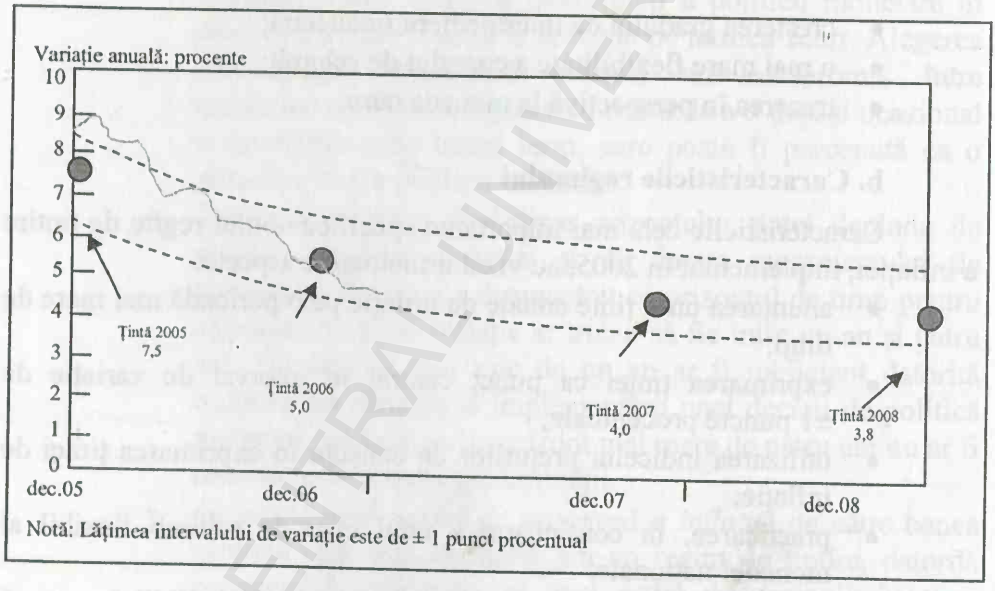
c. Avantaje și riscuri

Implementarea strategiei de țintire a inflației generează avantaje, dar și anumite riscuri. **Avantajul principal** este acela al atingerii și menținerii unei rate reduse a inflației, cu efecte benefice asupra creșterii economice. De asemenea, țintirea inflației permite BNR să se concentreze asupra șocurilor interne și externe care afectează stabilitatea macroeconomică și, în acest context, atingerea obiectivelor sale de politică monetară. Totodată, **un alt avantaj** decurge din faptul că, odată implementată, nu mai este necesară

ajustarea frecventă a acesteia pentru simplul motiv că are ca scop final reducerea prețurilor. În sfârșit, **un alt avantaj** decurge din caracterul său transparent și din gradul sporit de înțelegere a sa de către public. În acest scop, BNR publică trimestrial rapoartele pe inflație, în care sunt prezentate măsurile întreprinse și explicate cauzele care au generat eventualele abateri de la ținta stabilită etc.

Pe lângă avantajele menționate, implementarea acestei strategii poate genera și anumite riscuri. De exemplu, în faza sa de început, țintirea inflației poate antrena o încetinire temporară a creșterii economice. Un asemenea risc este posibil dacă, pentru a-și câștiga credibilitatea, banca centrală acționează prea agresiv la presiunile inflaționiste.

După adoptarea acestei strategii, BNR a previzionat pentru intervalul 2005-2008 următoarele ținte ale inflației (graficul 3.8).



Graficul 3.8 Previzionarea țintei de inflație

Sursă: BNR

Pentru anul 2005, BNR a previzionat o țintă a inflației de 7,5%. Aceasta a fost ratată, înregistrându-se în decembrie 2005 o inflație de 8,6%. Principalele cauze care au dus la depășirea intervalului de variație au fost determinate de: modificări neanticipate în dimensiunea și calendarul ajustărilor aplicate prețurilor administrate; persistența excesului de cerere, alimentat de creșterea substanțială a veniturilor salariale și de expansiunea creditului neguvernamental; majorări ale prețurilor volatile mult superioare celor prognozate; deteriorarea anticipațiilor inflaționiste. Pentru anii

următori, BNR şi-a motivat ţintele previzionate aducând o serie de argumente cum ar fi: ţinta înaltă în 2006 înseamnă o inflaţie mai ridicată pe toată perioada anului 2007, acest context determinând riscuri sporite de deteriorare a anticipaţiilor inflaţioniste şi vulnerabilitate mai mare la şocuri având ca efect costuri economice acumulate pe o perioadă îndelungată.

Perspectivele **ţintirii inflaţiei în România**, în concordanţă cu strategia BNR, vor fi menţinute cel puţin până la intrarea în Mecanismul Ratelor de Schimb (ERM2). Această strategie va asigura îndeplinirea graduală a criteriilor de convergenţă nominală de la Masstricht şi va contribui la continuarea procesului de convergenţă reală şi adoptarea, în final, a monedei euro.

3.7 Aplicaţii

Aplicaţia nr.1

În anul 2006, rata lunară a inflaţiei a înregistrat următoarele valori:

	Ian.	Feb.	Mar.	Apr.	Mai	Iun.	Iul.	Aug.	Sept.	Oct.	Nov.	Dec.
Rata lunară a inflaţiei (%)	1.03	0,24	0,21	0,42	0,6	0,15	0,11	-0,07	0,05	0,2	1,09	0,74

a. Să se determine inflaţia la sfârşitul anului.
b. Să se determine rata reală a dobânzii pasive din luna octombrie (pentru depozite) practicată de băncile comerciale, ştiind că pentru luna octombrie rata nominală a dobânzii a fost de 9,65%.

Rezolvare

a. Rata inflaţiei la sfârşitul anului reprezintă produsul indicilor lunari ai preţurilor de consum x 100-100

$$R\,inf = \begin{pmatrix} 1,0103x1,0024x1,0021x1,0042x1,006x1,0015x \\ 1,0011x0,9993x1,0005x1,002x1,0109x1,0074 \end{pmatrix} x100 - 100 =$$

$$= 1,0422x100 - 100 = 4,22\%$$

b. Rata reală a dobânzii se determină potrivit relaţiei:

$$rr = \frac{1+rn}{1+r\,inf} x100 - 100 \qquad \text{rata nom. a dobânzii} = \frac{9,65\%}{12} = 0,804\%$$

Pentru luna octombrie, rata reală devine

$$rr = \frac{1+0{,}804\%}{1+0{,}2\%} \times 100 - 100 = \frac{1{,}00804}{1{,}0020} \times 100 - 100 \Rightarrow rr = 0{,}602\%$$

Aplicația nr.2

În România în anul 1992, nivelul I_{pc} lunar a prezentat următoarele evoluții (luna precedentă = 100):

Luna	Valoarea I_{pc}
Ianuarie	119,50%
Februarie	112,50%
Martie	110%
Aprilie	104,70%
Mai	104,90%
Iunie	104,30%
Iulie	103,2%
August	103,4%
Septembrie	110,10%
Octombrie	109,60%
Noiembrie	113,50%
Decembrie	113,2%

a. Să se determine rata inflației la sfârșitul anului.
b. Dacă la începutul anului un investitor deținea suma de 450.000 lei, cât trebuia să dețină la sfârșitul anului pentru a acoperi deprecierea provocată de inflație?

Rezolvare

a. Rata inflației la sfârșitul anului se determină ca produs al indicilor lunari x 100 -100

Rata infl.(sf.an 1992) =

$$= \left[\begin{matrix}1{,}195x1{,}125\times1{,}1x1{,}047x1{,}049x1{,}043x \\ 1{,}032x1{,}034x1{,}101x1{,}096x1{,}135x1{,}132\end{matrix}\right] x100-100 = 280{,}25-100 = 180{,}25\%$$

Rata inflației la sfârșitul anului = 180,25%

b. La sfârșitul anului, investitorul trebuie să dețină:

$$\text{Val. actualizată} = \frac{\text{Suma inițială x rata inf.}}{100} + \text{suma inițială}$$

BCU "CENTRALA UNIVERSITY LIBRARY"

$$\text{Val. actualizată} = \frac{450.000 \times 180{,}25}{100} + 450.000 = 811125 + 450000 = 1261.125 \text{lei}$$

Valoarea actualizată se determină şi pe baza formulei:
Valoarea act. = Suma inițială x Ipc%= 450000 x 280,25%= 1.261.125 lei

Aplicația nr.3

În decursul perioadei $t_0 - t_7$, indicii prețurilor de consum au cunoscut următoarea evoluție (t_0 = bază; Ipc = 100)

t_0	$I_{pc} = 100\%$
t_1	$I_{pc} = 120\%$
t_2	$I_{pc} = 137\%$
t_3	$I_{pc} = 142\%$
t_4	$I_{pc} = 146\%$
t_5	$I_{pc} = 139\%$
t_6	$I_{pc} = 125\%$
t_7	$I_{pc} = 98\%$

Să se determine ritmul de modificare a prețurilor şi să se precizeze cum s-au manifestat dezinflația şi deflația în cadrul perioadei analizate.

Rezolvare
Modificarea prețurilor în decursul perioadei se prezintă astfel:

An	Rata inflației
t_1	$\frac{120\% - 100\%}{100\%} \times 100 = 20\%$
t_2	$\frac{137\% - 120\%}{120\%} \times 100 = 14{,}1\%$
t_3	$\frac{142\% - 137\%}{137\%} \times 100 = 3{,}6\%$
t_4	$\frac{146\% - 142\%}{142\%} \times 100 = 2{,}8\%$
t_5	$\frac{139\% - 146\%}{146\%} \times 100 = -4{,}7\%$
t_6	$\frac{125\% - 139\%}{139\%} \times 100 = -10\%$
t_7	$\frac{98\% - 125\%}{125\%} \times 100 = -21\%$

BCU IAŞI CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

Dezinflația exprimă o creștere mai lentă a prețurilor față de perioada precedentă. În perioada analizată se constată ritmuri mai reduse de creștere a prețurilor de la un an la altul (*dezinflație*), în perioada t_1–t_4, iar din t_5 se constată scăderi ale prețurilor (t_5–t_7), această perioadă caracterizându-se prin *deflație.*

Aplicația nr.4

Se cunoaşte următoarea evoluție a I_{pc} în perioada 1990-2008

Anul	I_{pc}	Anul	I_{pc}	Anul	I_{pc}
1990	100%	1996	138,8%	2003	115,3%
1991	270,2%	1997	254,8%	2004	111,9%
1992	310,4%	1998	159,1%	2005	109,0%
1993	356,1%	1999	145,8%	2006	106,56%
1994	236,7%	2000	145,7%	2007	104,84%
1995	132,3%	2001	134,5%	2008	107,85%
		2002	122,5%		

În calcularea I_{pc}, anul precedent este considerat = 100.

Să se determine cum s-a modificat indicele puterii de cumpărare în anul 2005 față de 1990 şi în anul 2008 față de 2005, cunoscând că acesta se calculează ca invers al indicelui prețurilor de consum.

$$Pc = \frac{1}{I_{pc}}$$

Rezolvare

Pentru a determina puterea de cumpărare a monedei în anul 2005 față de anul 1990, trebuie stabilit un I_{pc} cumulat pentru întreaga perioadă:

I_{pc} (1990 – 2005) = produsul indicilor anuali ai prețurilor de consum, respectiv de 250564%

Puterea de cumpărare a monedei reprezenta în anul 2005, față de anul 1990:

$$\frac{1}{250564\%} = 0{,}0003990$$

Rezultatul indică faptul că o unitate monetară, **1 leu,** în anul 2005 avea o valoare care reprezenta doar 0,0003990 din valoarea anului 1990. Această situație care exprimă deprecierea internă a monedei naționale a justificat operațiunea de denominare a monedei naționale în anul 2005, când 1 RON a devenit egal cu 10000 lei vechi.

Pentru perioada 2005-2008, indicele cumulat al prețurilor de consum:

$$I_{pc} = 120{,}47\% \rightarrow \text{puterea de cumpărare} = \frac{1}{120487\%} = 0{,}38$$

Rezultatul indică faptul că 1 RON (din anul 2005) reprezintă la sfârșitul anului 2008 doar 0,38 RON.

BCU IASI/CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

Capitolul 4

Creditul şi dobânda

4.1 Definirea creditului şi caracteristicile relaţiilor de credit
4.2 Formele creditului. Criterii de clasificare
4.3 Dobânda şi rata dobânzii. Fundamentare şi corelaţii cu variabilele macroeconomice
4.3.1 Abordări conceptuale
4.3.2 Teoria preferinţei pentru lichiditate: cererea şi oferta de fonduri pe piaţa monetară
4.3.3 Corelaţia ratei de dobândă cu variabilele macroeconomice
4.4 Forme ale dobânzii
4.5 Aplicaţii privind calculul dobânzii

Cuvinte-cheie: credit; relaţii de credit; dobândă; rata dobânzii; formele dobânzii; variabile macroeconomice

BCU CLUJ CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

CREDITUL ŞI DOBÂNDA

Motto
Dacă vrei să afli valoarea banilor, încearcă să te împrumuți.
Creditorii au memorie mai bună decât datornicii.
Benjamin Franklin

Etimologia termenului **credit** provine din *credito* (limba italiană veche) şi din *creditum* (limba latină), care desemnează încrederea în ceva sau cineva.

4.1 Definirea creditului şi caracteristicile relațiilor de credit

Potrivit DEX, ***creditul*** reprezintă o relație bănească ce se stabileşte între o persoană fizică sau juridică (creditor), care acordă un împrumut sau care vinde mărfuri şi servicii pe datorie şi o altă persoană fizică sau juridică (debitor), care primeşte împrumutul sau cumpără pe datorie. O altă definiție prezintă creditul ca „împrumut acordat cu titlu rambursabil şi condiționat de plata unei dobânzi".

Dicționarul **Webster** defineşte creditul ca: „înțelegere contractuală în care împrumutatul primeşte o anumită valoare, în prezent, şi acceptă să o ramburseze împrumutătorului la o dată viitoare". De asemenea, creditul este prezentat „ca un sistem prin care clienții primesc bunuri şi servicii înainte de plata acestora".

Alte definiții care se regăsesc în literatura de specialitate prezintă creditul ca expresie a relațiilor de redistribuire şi a celor de schimb.

În abordarea creditului ca exoresie a relațiilor de redistribuire se porneşte de la conținutul economic specific al creditului, respectiv transferul unei părți din produsul social de la unii din participanții la circuitul economic către alți participanți la acest circuit. Spre deosebire de alte forme ale relațiilor de redistribuire a veniturilor, ca de exemplu impozitele şi taxele, care au caracter definitiv, creditul este o formă particulară a acestor relații, prin caracterul temporar al transferului din economie.

Creditul ca expresie a relațiilor de schimb reprezintă un contract prin care bunurile şi serviciile sau anumite sume de bani sunt cedate în schimbul unei promisiuni de plată viitoare (la scadență).

Esențial, în toate aceste definiții, este faptul că o **valoare actuală** se transmite de către un creditor (investitor sau împrumutător) unui debitor

(împrumutat), care se angajează să o ramburseze la o dată viitoare (scadență), în condițiile specificate în contractul de credit.

Din toate aceste definiții se pot desprinde următoarele componente ale relațiilor de credit:

1. participanții la relația de credit;
2. promisiunea de rambursare și garantarea creditului;
3. scadența;
4. dobânda;
5. consemnarea și transferabilitatea.

1. Participanții la relația de credit

Analiza participanților la relația de credit (agenții economici, populația și statul) trebuie privită prin prisma poziției acestora (de debitor sau creditor).

Agenții economici se manifestă în calitate de creditori datorită capacității lor de a genera profit și de a căuta cele mai bune oportunități de plasament al acestuia pe piața financiară (în special, în depozite bancare). De asemenea, agenții economici se manifestă ca solicitanți de credite pentru finanțarea activității lor curente și de investiții.

Populația apare în calitate de debitor, în situația solicitării de împrumuturi, pentru finanțarea nevoilor de consum și de investiții (de la bănci și instituții financiare nebancare). Datorită potențialului de economisire, populația se manifestă și în calitate de creditor, furnizând importante resurse băncilor (prin constituirea de depozite) și pieței de capital (prin achiziția de titluri de natura acțiunilor și obligațiunilor și a altor active financiare).

Statul se manifestă în calitate de debitor prin atragerea de resurse de la agenții economici și populație atunci când emite titluri de stat în scopul acoperirii deficitului bugetar. În situații rare, statul apare în calitate de creditor, ca urmare a excedentelor bugetare și a utilizării acestora în finanțarea deficitelor cu care se confruntă anumite segmente ale pieței financiare naționale și internaționale.

2. Promisiunea de rambursare reprezintă angajamentul debitorului de a rambursa, la scadență, valoarea capitalului împrumutat, plus dobânda, ca preț al acestuia.

Datorită unei conjuncturi nefavorabile, interne sau externe, debitorul se poate afla în incapacitate de plată sau poate întârzia plata sumelor ajunse la scadență. Din acest motiv, este necesar ca la nivelul creditorului să se adopte măsurile necesare pentru prevenirea și eliminarea riscului de nerambursare, printr-o analiză temeinică a solicitantului de credite, din mai

multe puncte de vedere: poziţia pe piaţă şi în cadrul domeniului în care îşi desfăşoară activitatea, situaţia financiară, gradul de îndatorare, forma juridică şi raportul cu ceilalţi participanţi pe piaţă etc.

Strâns legată de promisiunea de rambursare şi decurgând din aceasta este garantarea creditului. **Garantarea** creditului constituie o caracteristică legată de rambursabilitatea acestuia. În funcţie de natura elementelor care constituie obiectul garanţiei, se poate face distincţie între garanţia reală şi garanţia personală. *Garanţia reală* are la bază garantarea sau „gajarea" creditului cu valori materiale, prin a căror valorificare se pot obţine sumele necesare achitării acestuia. Referitor la această formă de garantare, prezintă importanţă „valoarea de piaţă" a garanţiei, nivelul creditelor posibil de acordat fiind limitat la un procent din valoarea acesteia şi a posibilităţii de valorificare. O formă distinctă de garanţie reală o constituie ipoteca, actul prin care debitorul acordă creditorului dreptul asupra unui activ (de exemplu imobil), fără deposedare. *Garanţia personală* reprezintă angajamentul luat de o terţă persoană de a plăti suma ajunsă la scadenţă, în cazul incapacităţii de plată a debitorului. Cea mai adecvată formă de garantare a creditelor o constituie *cea financiară*, fapt care este posibil prin asigurarea în viitor a unor fluxuri de venituri suficiente pentru acoperirea cheltuielilor legate de rambursarea creditului şi dobânda aferentă. În acest scop, se procedează la garantarea creditului cu elementele patrimoniale ale debitorului (active fixe şi circulante). În practică, se utilizează şi metoda garantării creditelor pe seama portofoliului de titluri financiare deţinute de agentul economic solicitant de credite.

3. Scadenţa (termenul de rambursare) stabilită în contract este diferită în funcţie de particularităţile sectorului de activitate şi de nivelul eficienţei activităţii beneficiarilor de credite. Astfel, există o diversitate a termenelor scadente, de la 24 ore (în cazul pieţei interbancare) până la durate medii şi lungi (20 sau 30 ani) în cazul împrumuturilor obligatare. Între scadenţă şi modul de rambursare a creditului se poate stabili o corelaţie, astfel: creditele pe termen scurt sunt rambursabile integral la scadenţă, în timp ce creditele pe termen mijlociu şi lung implică rambursarea eşalonată.

4. Dobânda reprezintă o caracteristică esenţială a creditului şi constituie preţul capitalului utilizat sau „chiria" pe care o plăteşte debitorul pentru dreptul care i se acordă, cel de a folosi capitalul împrumutat. În general, nivelul dobânzii se corelează cu rata profitului. Cuantificarea dobânzii se realizează prin utilizarea ratei dobânzii, care se constituie într-un instrument de influenţare a cererii şi ofertei de credite.

Un nivel redus al ratei dobânzii antrenează o cerere sporită de credite, ceea ce determină efecte favorabile asupra producţiei şi economiei, după cum un cost ridicat al creditelor, respectiv o rată înaltă a dobânzii,

antrenează diminuarea cererii de credite. Luarea în considerare a ratei inflației, comparativ cu rata dobânzii utilizată în contractul de credit, conduce la concluzia că, în perioadele cu inflație sporită, creditele constituie pentru debitori o sursă importantă de finanțare.

În funcție de același element, inflația, în relațiile de creditare se utilizează două tipuri de dobândă: ***fixă și variabilă***. Dobânda fixă este stabilită în contractul de credit și este valabilă pe întreaga durată a creditului. Dobânda sensibilă (variabilă) se modifică periodic în funcție de presiunile inflaționiste și de evoluția nivelului dobânzii pe piață. Pentru conturile curente ale clienților se calculează atât dobânda debitoare, cât și dobânda creditoare, ca preț plătit de client sau de bancă pentru utilizarea unei anumite sume.

5. Consemnarea și **transferabilitatea** sunt, de asemenea, caracteristici importante ale relației de credit. Acordurile de credit sunt consemnate, în mare lor majoritate, prin înscrisuri (instrumente de credit) a căror formă de prezentare implică aspecte multiple și diferențiate.

Esențial în aceste instrumente este obligația fermă a debitorului privind rambursarea împrumutului, respectiv dreptul creditorului de a i se plăti suma angajată. Implicit, prin intermediul transferului instrumentelor de credit se realizează cesiunea creanței, respectiv a dreptului de a încasa suma înscrisă, precum și veniturile accesorii.

Negocierea instrumentelor de credit și a creanțelor ce sunt reprezentate poate avea loc:

- direct între investitori;
- în cadrul piețelor financiare.

De regulă, transferul direct este desfășurat în cadrul relațiilor dintre agenții economici sau între bănci privind circulația cambiei (scontare și rescontare), a cecului etc., în timp ce obiect al piețelor financiare sunt obligațiunile statului (bonuri de tezaur, în principal) sau ale întreprinderilor, precum și alte titluri financiare.

Transferabilitatea instrumentelor de credit și, deci, transferul creanțelor de la un beneficiar la altul (de la un creditor la altul) este o expresie a lichidității portofoliului de creanțe, respectiv posibilitatea pentru fiecare creditor de a transforma creanța în bani, potrivit unei necesități sau unei noi opțiuni.

4.2 Formele creditului. Criterii de clasificare

Diversitatea formelor sub care se manifestă creditul în economie a impus utilizarea mai multor criterii semnificative de clasificare, în funcție de care se disting următoarele:

1. după natura economică şi participanții la relația de creditare, distingem: creditul comercial; creditul bancar; creditul de consum; creditul obligatar şi creditul ipotecar;
2. după calitatea debitorului se delimitează: creditul acordat persoanelor fizice; creditul acordat persoanelor juridice;
3. după calitatea debitorului şi a creditorului se disting: creditul privat şi creditul public;
4. după scopul acordării creditului: credite de producție; credite de circulație; credite de consum;
5. după natura garanțiilor: credite reale; credite personale;
6. după întinderea drepturilor creditorului: credite denunțabile; credite nedenunțabile; credite legate;
7. după modul de stingere a obligațiilor de plată: credite amortizabile; credite neamortizabile;
8. după termenul la care trebuie rambursat creditul: credite pe termen scurt; credite pe termen mijlociu; credite pe termen lung.

1. Cel mai important criteriu de clasificare este **după conținutul economic şi în funcție de care creditul îmbracă următoarele forme**:

- credit comercial;
- credit bancar;
- credit de consum;
- credit obligatar;
- credit ipotecar.

Creditul comercial se caracterizează prin următoarele:

- reprezintă creditul pe care şi-l acordă agenții economici la vânzarea mărfurilor sub forma amânării plăților;
- avantajul acestei forme de credit constă în faptul că întreprinzătorii îşi pot desface producția fără să aştepte momentul în care cumpărătorii vor deține banii. Se apreciază, astfel, că se accelerează circuitul capitalului real;
- creditul comercial prezintă unele limite, în sensul că orice întreprinzător va putea vinde marfa pe credit în măsura în care acesta deține rezerve de capital care să îi permită continuarea activității. De asemenea, creditul comercial este limitat în funcție şi de regularitatea încasării contravalorii mărfurilor;

- o altă limită a creditului comercial derivă din destinația mărfurilor vândute prin acest tip de credit, respectiv cei doi participanți la raportul de credit trebuie să aparțină aceluiași sector de activitate.

Creditul comercial se manifestă sub două forme:

- creditul cumpărător;
- creditul vânzător.

Creditul cumpărător:

✓ se manifestă sub forma plăților în avans;
✓ acest credit apare ca o prefinanțare de către beneficiari a produselor pe care intenționează să le achiziționeze;
✓ sunt frecvente în domenii precum: agricultura și construcțiile de locuințe.

Creditul vânzător:

✓ are ca obiect vânzarea mărfurilor cu plata amânată.

Factorii care converg la sporirea dimensiunilor creditului comercial decurg din cele trei componente ale sale, respectiv cea *tradițională, comercială* și *financiară.*

Componenta tradițională reprezintă interesele comune ale participanților în sporirea fluidității schimburilor și diminuarea costurilor de organizare a activității comerciale. Se reduc costurile de depozitare ale stocurilor de mărfuri (pentru producător) și costurile aferente mijloacelor de plată (în cazul cumpărătorilor).

Componenta comercială semnifică utilizarea creditului ca mijloc de promovare a vânzărilor.

Componenta financiară reprezintă o altă motivație a creditului comercial și semnifică punerea la dispoziția clientului, pentru o perioadă dată, a unei părți din capital sub formă de marfă, pentru care plata este amânată.

Creditul comercial antrenează emisiunea de titluri specifice acestuia (cambii, bilete de ordin) ca titluri de creanță, care prezintă avantajul *scontării* la bănci. În acest mod, creditul comercial se transformă în credit bancar, iar prin cedarea portofoliului de efecte comerciale de către o bancă comercială băncii centrale, prin rescontare, se antrenează un mecanism de emisiune de monedă centrală.

Creditul bancar prezintă următoarele particularități:

➢ participanții la creditul bancar sunt reprezentați, la modul general, de un agent economic, pe de o parte, și banca, pe de altă parte.
➢ creditul bancar prezintă avantajul unei mai mari flexibilități comparativ cu cel comercial, întrucât sumele disponibile pot fi orientate către diferite forme de activitate economică.

- între creditul comercial şi cel bancar există o puternică legătură, în sensul că în anumite situaţii creditul comercial se poate transforma în credit bancar sau acesta din urmă poate constitui suport al acordării unui credit comercial.

Creditul bancar îmbracă, în principal, următoarele forme:

a. avansuri în cont curent;
b. linia de credit simplă;
c. linia de credit confirmată;
d. linia de credit revolving;
e. credite cu destinaţie specială.

a. Avansuri în cont curent:

- sunt utilizate pentru acoperirea unor goluri de casă;
- nu au destinaţie prestabilită şi din acest motiv sunt denumite *credite de trezorerie*;
- aceste credite nu sunt garantate prin anumite garanţii, ci prin starea de bonitate a clientului.

b. Linia de credit simplă

- reprezintă nivelul maxim al creditului care se poate acorda unui client, într-un cadru prestabilit.

c. Linia de credit confirmată

- semnifică suma ce poate fi acordată sub formă de credit şi care este consemnată într-un document scris, convenit cu banca finanţatoare.

d. Linia de credit revolving

- este un mecanism de creditare care presupune ca, pe măsură ce au fost rambursate creditele anterioare, să se acorde noi credite, fără întocmirea de noi documente.

e. Credite cu destinaţie specială

- sunt cele pentru constituirea de stocuri sezoniere privind materiile prime agricole, creditele pentru producţia de conserve ori pentru stocarea unor materiale de construcţii.

Creditul de consum

- Reprezintă vânzarea cu plata în rate a unor bunuri de consum personal, de folosinţă îndelungată şi de mare valoare (mobilă, autoturisme, articole de uz casnic etc.).
- Între creditul de consum şi creditul bancar există strânse legături, în sensul unor raporturi de determinare.
- Pentru plata în rate, comercianţii recurg la credite bancare.

BCU IAŞI - BIBLIOTECA UNIVERSITY LIBRARY

- În condiții de insolvabilitate, cumpărătorul este obligat să restituie bunurile, iar uneori, în funcție de clauzele contractuale, nu se mai pot recupera nici ratele achitate.

Creditul obligatar

Reprezintă resursele mobilizate de participanții la relațiile de credit prin emisiunea de obligațiuni (titluri de valoare cu scadență mai mare de un an) și plasarea acestora pe piața primară de capital.

În calitate de **debitori** apare o diversitate de participanți, astfel:

a. Statul emite obligațiuni pe piața internă sau internațională, în vederea finanțării deficitelor bugetare sau a unor obiective de investiții de interes național, aceste titluri fiind o modalitate tradițională de procurare a resurselor de către trezoreria statului. Asemenea obligațiuni nu sunt garantate propriu-zis, statul emitent garantând cu încasările și calitatea sa de putere suverană. În cazul obligațiunilor lansate pe piața internațională, garantarea este dată de situația economico-financiară a țării respective, stabilitatea legislativă și politică, criterii care sunt luate în considerare în notațiile acordate de către agențiile de rating (Standard and Poor's, Moody's etc.).

b. Unitățile administrativ–teritoriale ale statului, respectiv primăriile orașelor și municipiilor, emit obligațiuni **municipale** pentru acoperirea necesităților de fonduri destinate finanțării unor obiective locale. Obligațiunile municipale sunt garantate cu veniturile din impozitele și taxele locale pe care administrația locală le va colecta în perioada viitoare.

c. Societățile comerciale de mare dimensiune și cu un anumit impact pe piață și în rândul populației recurg la emisiunea de obligațiuni, ca alternativă la creditul bancar, acestea fiind desemnate cu termenul **obligațiuni corporative**. Garantarea împrumutului obligatar este realizată cu starea de bonitate a emitentului și cu veniturile viitoare ce vor fi obținute în urma realizării investițiilor pe seama resurselor atrase.

d. Evoluțiile din ultimele decenii în materie de obligațiuni vizează și pe cele realizate de persoane fizice, staruri de muzică rock sau de cinema (Rod Stewart a emis în anul 1997 obligațiuni în valoare de 10 milioane de dolari, la o dobândă de 10%, garantate cu veniturile viitoare care urmau a fi obținute din vânzarea discurilor). Această din urmă categorie de obligațiuni este desemnată cu termenul de **obligațiuni exotice**, incluzând și titlurile emise de marile companii producătoare și distribuitoare de filme (Twenty Century Fox-Hollywood, Polygram etc.) a căror rambursare este garantată cu veniturile din încasările viitoare.

Din această enumerare a emitenților rezultă dimensiunile sporite ale pieței obligațiunilor și preocupările investitorilor pentru plasarea disponibilităților în astfel de instrumente ale pieței.

În calitate de **creditori**, deci de cumpărători ai obligaţiunilor, apar investitorii persoane fizice şi cei instituţionali, aceştia din urmă putând influenţa în mod semnificativ evoluţia pieţei. Motivaţia investitorilor în orientarea către astfel de plasamente este dată atât de nivelul dobânzii aferente, cât şi de posibilitatea de tranzacţionare pe piaţa secundară (la bursa de valori), prin care se valorifică diferenţa favorabilă de preţ dintre momentul cumpărării şi cel al vânzării acestor titluri financiare.

Deşi se afirmă despre obligaţiuni că acestea nu prezintă *riscul de nerambursare* din partea emitentului, totuşi acestea sunt supuse riscului de variaţie a ratei de dobândă, deci de evoluţie a ratei de dobândă pe piaţă, în sensul creşterii sau descreşterii, îndepărtându-se de rata nominală a dobânzii prevăzută în prospectul de emisiune. Din acest motiv, există o tipologie diversă de obligaţiuni care îşi propun să elimine un asemenea risc, după cum este cazul *obligaţiunilor indexate* şi al *celor cu rata variabilă*. Ideea de bază urmărită este aceea de stabilire a nivelului ratei de dobândă, care constituie cost al împrumutului pentru emitent şi câştig pentru investitor, prin raportarea la evoluţia ratei medii a dobânzii de pe piaţa monetară. De asemenea, rata de dobândă este indexată în funcţie şi de alţi factori, precum evoluţia *indicelui bursier, a preţului aurului* sau *a cursului bursier.*

În economiile contemporane, *creditul obligatar,* concretizat prin lansarea pe piaţa de capital de titluri financiare, deţine o pondere importantă în ansamblul ei şi care se cuantifică prin ponderea datoriei publice în PIB. Din punct de vedere tehnic, împrumuturile obligatare prezintă particularităţi atât în ce priveşte modalităţile de lansare, cât şi cele de rambursare.

Astfel, emisiunile de obligaţiuni pot fi *realizate direct* de către debitorul emitent, la sediul acestuia, însă *modalitatea* de lansare cea mai frecventă o constituie sindicatele sau consorţiile de plasare, formate îndeosebi din bănci de investiţii.

Creditul obligatar prezintă particularităţi şi din punct de vedere al *modalităţii de rambursare*, cu efecte asupra investitorilor şi asupra emitenţilor, din punct de vedere al veniturilor sub formă de dobânzi şi al costurilor suportate de debitori. Se remarcă, în acest sens, *rambursarea prin anuităţi constante, în serii egale, la sfârşitul perioadei sau prin tragere la sorţi.*

Întrucât emitenţii de obligaţiuni prezintă o mare diversitate, de la guverne până la nivelul corporaţiilor, rolul agenţiilor de rating este important, oferind investitorilor informaţii cu privire la capacitatea de răscumpărare a obligaţiunilor. Deşi notaţiile practicate de agenţiile de rating consacrate sunt diferite, totuşi acestea furnizează aceleaşi semnale. Un exemplu de rating acordat obligaţiunilor corporative este redat în tabelul 4.1.

Ratingul obligațiunilor corporative

Tabelul 4.1

Corporația emitentă	Notații ale agenției Moody's	Notații ale agenției Standard and Poor's	Semnificații
General Electric	Aaa	AAA	Cel mai redus risc
McDonald's	Aa	AA	Risc scăzut
XEROX	A	A	Calitate ridicată
General Motors	Baa	BBB	Grad mediu
McDonnell Douglas	Ba	BB	Grad mediu scăzut
Revlon	B	B	Speculativ

Creditul ipotecar are următoarele trăsături:

- reprezintă un credit garantat cu proprietăți imobiliare (clădiri, terenuri etc.).
- cunoaşte mai multe forme şi are o amploare deosebită, atât în țările dezvoltate, cât şi în economiile emergente.
  - creditul ipotecar cu dobândă variabilă;
  - credit ipotecar cu rambursare progresivă (cu reduceri ale anuităților, mai mari la începutul perioadei de rambursare);
  - credit ipotecar inversat, purtător de anuități (caz în care împrumutul aduce proprietarului un venit regulat), prin care se valorifică capitalul investit şi se beneficiază de dreptul de proprietate şi de uzufruct.
- în calitate de participanți, pe această piață apar societățile de asigurări, băncile comerciale, băncile mutuale, ceea ce dovedeşte un interes sporit al investitorilor, datorită importanței pe care o acordă autoritățile acestui tip de credite.

Ca şi în cazul altor forme ale creditului, bonitatea clientului ocupă un loc important. În cazul *persoanelor fizice*, este necesar ca nivelul ratelor de rambursat şi al dobânzilor să nu depăşească un anumit procent din veniturile nete ale debitorului şi ale familiei acestuia. În cazul *persoanelor juridice*, creditul ipotecar se acordă în funcție de situația ultimului bilanț contabil, a balanței de verificare lunară şi a indicatorilor: lichiditate curentă, solvabilitate patrimonială, rata profitului, grad de acoperire a dobânzii şi viteza de rotație a activelor circulante etc.

Valoarea garanțiilor sub formă de ipoteci sau privilegii trebuie să fie mai mare decât cea a creditului ipotecar, contractul de garanție încheindu-se în termen de 30 de zile de la încheierea contractului de credit ipotecar.

Instituția creditoare acordă creditul printr-o plată integrală sau eşalonată către vânzătorul sau constructorul imobilului, direct sau într-un cont deschis pe numele acestuia. O prevedere a normelor legale este aceea a asigurării garanțiilor, debitorul fiind obligat să încheie un contract de asigurare a bunurilor ipotecate, plata primelor de asigurare trebuind să se realizeze odată cu rambursarea ratelor de credit. *Costul creditului ipotecar* este stabilit în funcție de nivelul ratei de dobândă, care poate fi fixă sau variabilă, în varianta ratei variabile a dobânzii fiind necesară corelarea acesteia cu rata medie a dobânzii de pe piața monetară (interbancară).

Întrucât, prin creditul ipotecar, în majoritatea țărilor s-a urmărit şi dinamizarea pieței de capital, şi legea creditului ipotecar din România prevede posibilitatea **securizării ipotecilor** prin următorul mecanism: creanțele ipotecare şi privilegiile aparținând instituțiilor creditoare pot fi cedate unor instituții de natura fondurilor ipotecare, autorizate să funcționeze pe piața de capital. Acestea din urmă pot emite, pe de o parte, titluri de valoare negociabile pe piața de capital, în limita a 75% din valoarea nominală a tuturor creanțelor şi, pe de altă parte, obligațiuni, în limita a 60% din valoarea portofoliului pe baza căruia se realizează emisiunea.

2. După calitatea debitorului se face distincție între creditele acordate persoanelor fizice şi cele acordate persoanelor juridice.

Persoanelor fizice li se acordă următoarele tipuri de credit:

- ***credite de trezorerie***, întâlnite în cazul în care băncile oferă posibilitatea efectuării unui volum de plăți din contul curent şi care depăşeşte nivelul disponibilităților existente. În aceste condiții, contul curent apare cu sold debitor;
- ***credite pentru construcții de locuințe***, pe termen lung, cu garanții ipotecare. Dobânda percepută este dobânda pieței; se plăteşte, în general, la scadență. Dacă debitorul doreşte şi are posibilitatea să ramburseze creditul într-un interval de timp mai scurt, trebuie să suporte penalități. Ipoteca nu produce obligații decât în sarcina celui care o constituie şi reprezintă un contract imobiliar, care ia naştere din convenția părților, potrivit legii;
- ***credite pentru consum*** destinate procurării unor bunuri care se plătesc în rate. O pondere importantă dețin, în cadrul acestei categorii, creditele pentru cumpărări de automobile. Aceste credite sunt cumpărate de către banca ce le acordă, de la vânzătorul de automobile, în pachete de valori mari. În țările cu economie de piață dezvoltată, există companii financiare, aflate în proprietatea marilor companii constructoare de maşini, care acordă asemenea credite, făcând astfel concurență puternică băncilor comerciale;

- ***credite pentru studii***: se acordă studenților și acoperă, ca nivel, taxele anuale plătite de aceștia. Asemenea credite dețin o pondere scăzută în portofoliul de credite al băncilor, datorită nivelului scăzut al profitabilității acestora;
- ***liniile de credit pentru cărțile de credit***. Utilizarea cărților de credit ca instrumente de plată a impus ca băncile, în funcție de bonitatea fiecărui client, să stabilească un plafon debitor până la care să fie onorate plățile făcute prin cărțile de credit, chiar dacă nu există disponibil în cont. Dobânzile percepute de bancă au niveluri ridicate pentru soldurile debitoare, de unde rezultă preocuparea clientului de a-și alimenta periodic conturile.

Creditele acordate **persoanelor juridice** (agenților economici) pot apărea sub următoarele forme:

- ***credite de exploatare***, destinate acoperirii cheltuielilor ce țin de activitatea curentă de producție și de circulație a mărfurilor;
- ***credite de investiții*** acordate pe termen mijlociu și lung, fiind destinate construcțiilor de imobile și de obiective industriale. Caracteristic acestor credite este gradul mare de risc, de unde rezultă necesitatea unor calcule de actualizare și de eficiență a investițiilor. Rambursarea se realizează în tranșe regresive, cu plata lunară a dobânzilor aferente. Garanția creditului este reprezentată de investiția respectivă, la care se adaugă alte active aparținând agentului economic;
- ***credite speciale***, care se utilizează pentru finanțarea subscrierii de titluri de credit și pentru finanțarea agenților de bursă;
- ***credite de mobilizare***, obținute de agenții economici în urma scontării cambiilor.

Agenții economici beneficiază, de asemenea, și de credite sub forma: *avansurilor în cont curent și a liniilor de credite confirmate.*

3. Din punctul de vedere al calității debitorului, se face distincția între:

- ***creditul privat***, în care participanții la relația de credit sunt subiect de drept privat;
- ***creditul public***, în cadrul căruia debitorul este reprezentat de stat, care se împrumută pe piața internă sau externă, pentru acoperirea deficitului bugetar. În acest caz, populația, în ansamblul său, și agenții economici apar în calitate de creditori.

4. În funcție de scopul acordării creditelor, se remarcă următoarele forme:

- ***credite de producție*** care pot fi: credite de exploatare, credite de investiții;

- *credite de speculaţie*, care urmăresc valorificarea unei conjuncturi favorabile pentru consolidarea situaţiei financiare a întreprinderii;
- *credite de circulaţie,* folosite pentru acoperirea unor cheltuieli de stocare şi transport al mărfurilor. Se prezintă sub formă de avansuri pentru mărfurile vândute şi neîncasate.

5. După natura garanţiilor, se întâlnesc următoarele forme de credit: credite reale şi credite personale.

Creditele reale sunt cele pentru care garanţia se prezintă sub formă de:

- *garanţie imobiliară,* concretizată într-un contract de ipotecă asupra terenului sau clădirilor. Valoarea unei asemenea garanţii este superioară mărimii creditului; în cazul în care creditul nu se rambursează, creditorul intră în posesia garanţiei pe care o valorifică, recuperându-şi suma împrumutată;
- *garanţie mobiliară*, de natura valorilor mobiliare sau a altor active (metale preţioase, bunuri etc.). În cazul nerambursării împrumutului, debitorul este deposedat de garanţie.

Creditele personale au la bază garanţii morale, care se pot prezenta astfel:

- *credite în alb* acordate unei persoane fizice, fără nicio formalitate;
- *credite personale cu gaj individual*, caz în careo terţă persoană garantează rambursarea cu propria-i răspundere morală;
- *credite personale cu gaj colectiv*, întâlnite atunci când mai multe persoane garantează rambursarea, cu răspundere morală.

6. După întinderea drepturilor creditorului, se disting trei forme ale creditului:

- *credite denunţabile*, care se manifestă atunci când creditorul îşi rezervă dreptul ca oricând, înainte de scadenţă, să ceară rambursarea acestui credit, cu sau fără avizarea debitorului;
- *credite nedenunţabile*, când creditorul are dreptul de a cere rambursarea numai la o scadenţă dinainte stabilită;
- *credite legate*, caz în care creditorul condiţionează acordarea creditului de folosirea sa în anumite scopuri convenite cu debitorul.

7. După modul de rambursare, se face distincţia între:

- *credite neamortizabile*, pentru care rambursarea se face integral la scadenţă;
- *credite amortizabile*, caz în care rambursarea se face în tranşe egale sau neegale, formate din rate de rambursat şi dobânzi.

Modul de rambursare prezintă importanţă atât pentru debitor, cât şi pentru creditor, întrucât în funcţie de acest element se poate evalua costul creditului şi rambursarea împrumutului pentru debitor, precum şi recuperarea creditului şi obţinerea de venituri de către creditor. După cum

rezultă din exemplul următor, același credit rambursat în modalități diferite generează fluxuri financiare diferite.

Un credit bancar în valoare de 500 milioane u.m., care se acordă pe o perioadă de doi ani, la o rată fixă a dobânzii de 20%, poate fi analizat în funcție de modalitățile de rambursare, astfel:

a. *Dacă rambursarea se realizează în rate egale lunare, graficul de rambursare a împrumuturilor se prezintă conform tabelului 4.2.*

Situația amortizării împrumutului

Tabelul 4.2

Rata	Valoarea de rambursare (mil.)	Valoarea rămasă (mil.)	Dobânda (se aplică asupra valorii rămase) (mil.)	Rata de rambursare + dobânda (mil.)
1	20,83	500	500x20%x1/12=8,33	29,16
2	20,83	479,17	479,17x20%x1/12=7,98	28,81
3	20,83	458,34	7,63	28,46
4	20,83	437,51	7,29	28,12
5	20,83	416,68	6,93	27,76
6	20,83	395,85	6,597	27,427
7	20,83	375,02	6,250	27,08
8	20,83	354,19	5,90	26,73
9	20,83	333,36	5,555	26,385
10	20,83	312,53	5,20	26,03
11	20,83	291,70	4,85	25,68
12	20,83	270,87	4,5	25,33
13	20,83	250,04	4,16	24,99
14	20,83	229,21	3,820	24,65
15	20,83	208,3	3,466	24,296
16	20,83	187,58	3,126	23,956
17	20,83	166,73	2,766	23,596
18	20,83	145,90	2,431	23,261
19	20,83	125,07	2,083	22,913
20	20,83	104,24	1,733	22,563
21	20,83	83,41	1,390	22,22
22	20,83	62,58	1,043	21,873
23	20,83	41,75	0,695	21,525
24	20,83	20,83	0,347	21,177
Total	**500**		**104,07**	**604,07**

b. Dacă rambursarea se realizează la sfârşitul perioadei, atunci graficul de rambursare se prezintă astfel (tabelul 4.3):

Tabelul 4.3

Nr. crt.	Rata de rambursat (mil.)	Dobânda lunară (mil.)
1	-	8,33
2	-	8,33
3	-	-
4	-	
-		-
-		-
-		-
-		
24	500	8,33
Total	500	200

c. Dacă se utilizează tehnica rambursării prin anuităţi constante, atunci amortizarea împrumutului se realizează după următoarea eşalonare:

- *nivelul anuităţii constante (formată din rata de rambursat + + dobânda) se determină astfel:*

$$a = \frac{\text{val. împr.} \times \text{r. dob.}}{1-(1+\text{r. dob})^{-n}} = \frac{500\,\text{mil.} \times 20\%}{1-(1+0{,}2)^{-2}} = \frac{100\,\text{mil.}}{0{,}305} = 327{,}86\,\text{mil.(la nivelul unui an)}$$

Defalcarea pe luni a anuităţilor conduce la sume lunare egale, în valoare de 27,311 mil., obţinute prin aplicarea relaţiei:

$$\frac{500\,\text{mil.} \times 20\% \times 1/12}{1-(1+20\%)}$$

Anuităţile constante conduc la următoarea eşalonare a plăţilor pentru primul an (tabelul 4.4).

Rambursarea în anuități constante

Tabelul 4.4

Luna	Suma de rambursat (mil.)	Rata de rambursat (mil.)	Valoarea rămasă (mil.)	Dobânda (mil.)
1	27,311	18,97	481,03	8,33
2	27,311	19,29	462,03	8,01
3	27,311	19,61	442,42	7,7
4	27,311	19,93	422,49	7,37
5	27,311	20,26	402,23	7,04
6	27,311	20,60	381,63	6,70
7	27,311	20,95	360,68	6,36
8	27,311	21,29	339,39	6,01
9	27,311	21,65	317,35	5,65
10	27,311	22,01	295,33	5,29
11	27,311	22,38	272,94	4,92
12	27,311	22,76	250,18	4,54
Total an 1	328	249,7	250	77,3

Din comparația acestor modalități de rambursare, rezultă că amortizarea în rate egale este cea mai avantajoasă modalitate pentru debitor, care pentru un credit de 500 mil. suportă o dobândă cumulată de 104,07 mil., comparativ cu 155 milioane în cazul rambursării în anuități constante și cu 200 milioane, în cazul rambursării la finalul perioadei.

De asemenea, și creditorul este interesat de recuperarea creditului în prima perioadă, ceea ce îl motivează să prefere rambursarea în rate egale.

8. După termenul de rambursare, se remarcă:

- *credite pe termen scurt*, pe perioade care nu depășesc 12 luni. Acestea reprezintă forma curentă a creditului bancar, întrucât corespunde exigenței de lichiditate impusă băncilor;
- *credite pe termen mediu*, a căror durată de rambursare este de la un an la cinci ani. Se acordă pentru activitatea de export-import, ori pentru activitatea de investiții;
- *credite pe termen lung*, a căror durată de rambursare depășește cinci ani. Această durată este specifică creditelor pentru construcții de locuințe și creditelor obligatare.

Indiferent de criteriile de clasificare utilizate, se pot desprinde câteva caracteristici esențiale ale creditului în perioada actuală, și anume:

- s-au produs schimbări în destinația creditului, în sensul că a sporit ponderea celor speculative și a celor destinate satisfacerii nevoilor statului;

- se produc modificări frecvente ale nivelului dobânzii, cu scopul de a favoriza sau limita dimensiunile creditului;
- se remarcă sporirea creditului bancar în detrimentul celui comercial;
- prin scontarea efectelor de comerț (a cambiilor) se realizează împletirea creditului comercial cu cel bancar.

4.3 Dobânda şi rata dobânzii. Fundamentare şi corelații cu variabilele macroeconomice

4.3.1 Abordări conceptuale

Dobânda poate fi definită ca reprezentând o formă de remunerare a creditului de către debitor, pentru folosirea capitalului împrumutat. Astfel, dobânda poate fi privită ca „preț" al capitalului împrumutat şi poate fi analizată atât ca mărime absolută, cât şi în mărime relativă (sub formă de rată procentuală). Noțiunea de dobândă datează din anul 1700 î.e.n. când în Mesopotamia era reglementată activitatea economică prin stabilirea unor procente din împrumut, în cazul unor produse agricole sau metale prețioase. Până în secolul al XVIII-lea termenul utilizat pentru a desemna prețul împrumuturilor a fost **camătă** şi, ulterior, a fost înlocuit cu termenul de **dobândă**.

Asupra dobânzii şi rolului acesteia s-au formulat mai multe accepțiuni, astfel:

- *conceptul clasic* (David Ricardo, Alfred Marshall) – abordează dobânda ca fiind influențată de rata profitului ce se poate obține prin folosirea capitalului sau ca preț care trebuie plătit pentru folosirea capitalului, preț stabilit ca echilibru între cererea de capital şi stocul de capital oferit de piață;
- *conceptul neoclasic* (Irving Fischer) – defineşte dobânda ca reprezentând prețul banilor în momentul actual, exprimat în funcție de un termen viitor;
- *conceptul keynesist* – defineşte dobânda ca o recompensă, pentru renunțarea la lichidități pe o anumită perioadă de timp. Potrivit acestei concepții, rata dobânzii poate fi un instrument de influențare a volumului de investiții şi de combatere a recesiunii şi şomajului.

O contribuție importantă la analiza dobânzii şi a semnificației economice a acesteia au avut-o reprezentanții Şcolii austriece, dintre care Böhm-Bawerek se remarcă prin lucrarea „Dobânda şi capitalul: un parcurs critic al teoriei economice". Ideea de bază susținută de acesta poate fi formulată astfel: „Dobânda este o calitate firească a capitalului, se formează

fără epuizarea capitalului inițial și se produce independent de activitatea personală a capitalului având o durată eternă de constituire".

Întrucât rata de dobândă reprezintă prețul de echilibru stabilit ca raport între cererea și oferta pe piața monetară, în continuare este prezentată analiza lui Keynes cu privire la acest aspect.

4.3.2 Teoria preferinței pentru lichiditate: cererea și oferta de fonduri pe piața monetară

Cererea și oferta de monedă

Teoria preferinței pentru lichiditate a fost dezvoltată de către John Maynard Keynes, în cadrul acesteia echilibrul ratei dobânzii stabilindu-se în termenii cererii și ofertei de monedă.

Punctul de pornire al acestei analize îl constituie considerarea a două categorii principale de active preferate de populație pentru conservarea averii: banii și titlurile pieței de capital. Pe ansamblul economiei, cantitatea totală de avere trebuie să fie egală cu cantitatea de obligațiuni oferite plus cantitatea de monedă oferită. De asemenea, cantitatea de obligațiuni și de monedă pe care populația dorește să le dețină (și care reprezintă cererea) trebuie să fie egală cu suma totală a averii deținute.

Dacă se notează:

- oferta de titluri cu **Ot;**
- oferta de monedă cu **Om;**
- cererea de titluri cu **Ct;**
- cererea de monedă cu **Cm,**

se poate scrie:

$$Ot + Om = Ct + Cm$$

Dacă se separă termenii monetari de cei care exprimă titluri, atunci:

$$Ot - Ct = Cm - Om$$

ceea ce înseamnă că, *dacă piața monetară este în echilibru, respectiv cererea de monedă este egală cu oferta de monedă (Cm = Om)*, se va produce un echilibru și pe piața obligațiunilor, respectiv Ot = Ct.

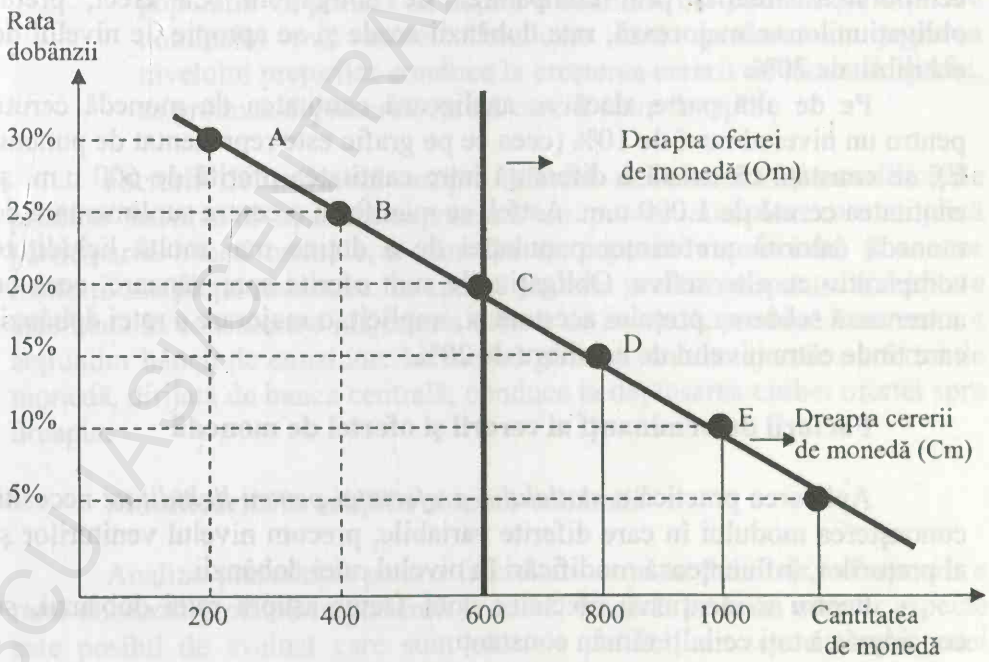
Determinarea ratei dobânzii în condiții de echilibru urmează același raționament, atât prin luarea în considerare a cererii și ofertei de titluri, precum și prin scrierea ecuației cererii și ofertei de monedă. Acest *model al preferinței pentru lichiditate*, care analizează piața monetară, reprezintă echivalentul analizei caracteristice pieței obligațiunilor. În practică, abordarea diferă, întrucât, luând în considerare doar două tipuri de active, moneda și obligațiunile, preferința pentru lichiditate ignoră orice efecte ale ratei dobânzii asupra activelor reale.

Modelul preferinței pentru lichiditate determină *nivelul ratei dobânzii* pornind de la analiza unor factori, precum: *modificări ale veniturilor, nivelul prețurilor* şi *oferta de monedă.*

Potrivit definiției date monedei de J.M. Keynes, în structura acesteia sunt incluse numerarul (care nu produce dobândă) şi depozitele la vedere (care sunt purtătoare ale unor niveluri scăzute ale dobânzii). Astfel, se presupune că moneda prezintă o rată a rentabilității egală cu zero. Obligațiunile, ca singura alternativă a banilor, în concepția lui Keynes prezintă o rată a rentabilității egală cu rata dobânzii (**rd.**) Dacă această rată creşte, atunci rata de rentabilitate a depozitelor scade, comparativ cu rentabilitatea obligațiunilor şi, potrivit teoriei, cererea de monedă se diminuează.

Astfel, se poate constata că între *cererea de monedă* şi *rata dobânzii* există o relație negativă. Dacă se utilizează conceptul *cost de oportunitate*, care defineşte nivelul dobânzii la care se renunță prin nedeținerea de active alternative (obligațiuni), atunci nivelul acesteia creşte dacă rata dobânzii la obligațiuni creşte. Astfel, banii sunt mai puțin preferați, iar cantitatea oferită trebuie să scadă.

În graficul 4.1 este prezentată *cererea de monedă* pentru anumite mărimi ale ratei rentabilității, în condițiile menținerii constante a celorlalte variabile (veniturile, nivelul prețurilor). Cu cât rata dobânzii scade, cu atât costul de oportunitate al monedei este mai scăzut, ceea ce determină o cerere sporită.



Graficul 4.1 Echilibrul pieței monetare

Scăderea ratei dobânzii de la 30% la 25% antrenează, potrivit figurii, o majorare a cantității de monedă de la 200 u.m., la 400 u.m. respectiv deplasarea nivelului cererii din punctul A către punctul B. În continuare, diminuarea nivelului ratei dobânzii conduce la deplasarea cantității de monedă cerute spre cantități tot mai mari, după cum indică punctele C, D, E etc. Dreapta care unește toate punctele A, B, C, D, E este denumită *dreapta cererii de monedă* (Cm).

Dacă în dimensionarea cantității de monedă din economie intervine banca de emisiune, care fixează un nivel constant al masei monetare (de exemplu, cantitatea 600 u.m.), atunci dreapta care exprimă oferta de monedă este linia verticală care pornește din acest punct.

Echilibrul dintre cantitatea de monedă oferită și cerută este dat de intersecția celor două drepte, respectiv punctul C, în care:

Cm = Om (cererea de monedă este egală cu oferta de monedă).

Echilibrul se manifestă pentru un nivel al ratei dobânzii de 20%.

În situația în care rata dobânzii înregistrează un nivel mai mare de 20% (de exemplu, 30%), cantitatea de monedă cerută pentru acest nivel este de 200 u.m., în timp ce oferta reprezintă 600 u.m. Rezultă, astfel, un exces al ofertei de monedă, ceea ce semnifică deținerea de către populație a unei cantități mai mari decât cea dorită. Într-o astfel de conjunctură se încearcă echilibrarea situației prin cumpărarea de obligațiuni. Ca efect, prețul obligațiunilor se majorează, rata dobânzii scade și se apropie de nivelul de echilibru de 20%.

Pe de altă parte, dacă se analizează cantitatea de monedă cerută pentru un nivel al ratei de 10% (ceea ce pe grafic este reprezentat de punctul E), se constată că există o diferență între cantitatea oferită de 600 u.m. și cantitatea cerută de 1.000 u.m. Astfel, se manifestă o cerere suplimentară de monedă datorită preferinței populației de a deține mai multă lichiditate comparativ cu alte active. Obligațiunile sunt oferite spre vânzare, ceea ce antrenează scăderea prețului acestora și, implicit, o majorare a ratei dobânzii care tinde către nivelul de echilibru de 20%.

Factorii determinanți ai cererii și ofertei de monedă

Aplicarea practică a *modelului preferinței pentru lichiditate* necesită cunoașterea modului în care diferite variabile, precum nivelul veniturilor și al prețurilor, influențează modificări în nivelul ratei dobânzii.

Pentru evidențierea efectelor unui factor asupra ratei dobânzii, se consideră că toți ceilalți rămân constanți.

Potrivit analizei lui Keynes, **cererea** pentru monedă este determinată de doi factori:

a. nivelul veniturilor;
b. nivelul preţurilor.

a. Nivelul veniturilor generează efecte în următoarele situaţii:

- atunci când economia se află în expansiune şi nivelul veniturilor sporeşte, populaţia va manifesta o preferinţă pentru deţinerea de monedă, ca rezervă a valorii;
- în aceleaşi condiţii de creştere economică, populaţia realizează un volum mai mare de tranzacţii utilizând moneda, de unde rezultă preferinţa pentru deţinerea acestui tip de active;
- rezultă că un nivel înalt al veniturilor generează creşterea cererii de monedă; din punct de vedere grafic, influenţa acestui factor se traduce printr-o deplasare a curbei cererii de monedă spre dreapta.

b. Nivelul preţurilor. Pentru a demonstra efectul acestei variabile, Keynes a luat în considerare cantitatea de monedă deţinută de populaţie **în termeni reali**, respectiv sub formă de bunuri şi servicii care pot fi achiziţionate. Atunci când nivelul preţurilor creşte, cu aceeaşi cantitate de monedă se va achiziţiona un volum mai scăzut de bunuri şi servicii. Pentru restabilirea echilibrului, populaţia va prefera să deţină o cantitate de monedă (în expresie nominală) mai mare. Concluzia este următoarea: creşterea nivelului preţurilor conduce la creşterea cererii de monedă; grafic, se produce deplasarea curbei cererii către dreapta.

Factorii de influenţă asupra **ofertei** de monedă şi modificările produse în nivelul acesteia reprezintă un proces complex care implică participarea băncii centrale, a băncilor de depozit (comerciale) şi a altor instituţii ale pieţei monetare. În cadrul analizei preferinţei pentru lichiditate este luată în considerare majorarea ofertei de monedă, produsă ca urmare a acţiunilor băncii de emisiune. La modul general, orice majorare a ofertei de monedă, dirijată de banca centrală, conduce la deplasarea curbei ofertei spre dreapta.

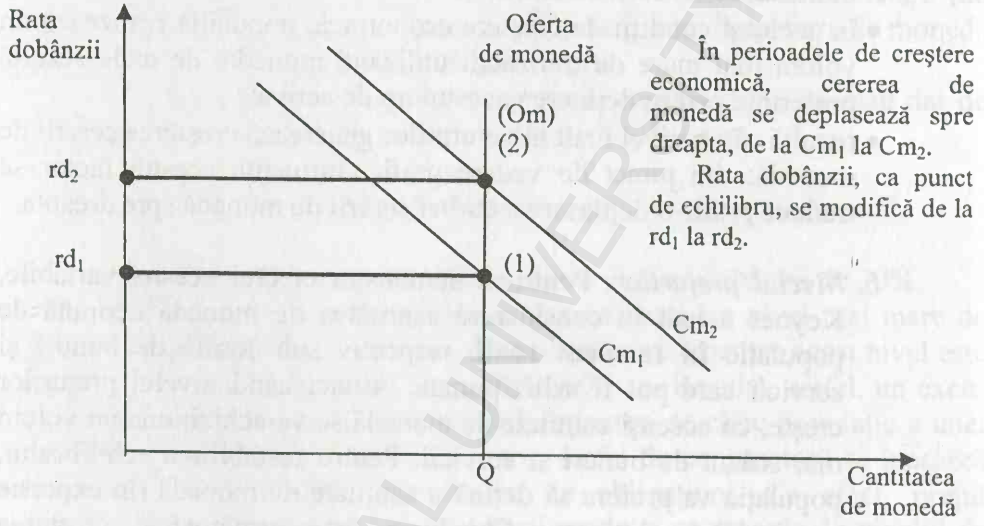
Modificările în echilibrul ratei dobânzii

Analiza preferinţei pentru lichiditate şi a modului de influenţare a ratei dobânzii prezintă importanţă practică, întrucât pe baza acestor aspecte este posibil de evaluat care sunt efectele politicii monetare asupra ratei dobânzii.

RCU ALECU RUSSO STATE UNIVERSITY LIBRARY

Concluziile desprinse în urma analizei teoriei preferinței pentru lichiditate (TPL) pot fi formulate astfel:

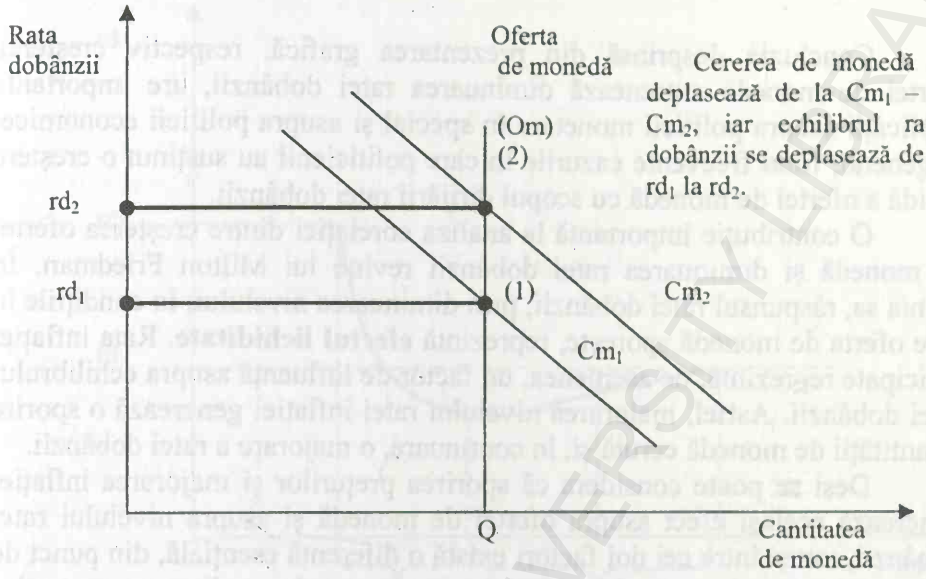
- atunci când veniturile sporesc, în perioadele de expansiune economică nivelul ratei dobânzii crește (în condițiile menținerii constante a celorlalte variabile). Un asemenea răspuns al ratei dobânzii la variația veniturilor este prezentat în graficul 4.2.



Graficul 4.2 Influența veniturilor asupra ratei dobânzii

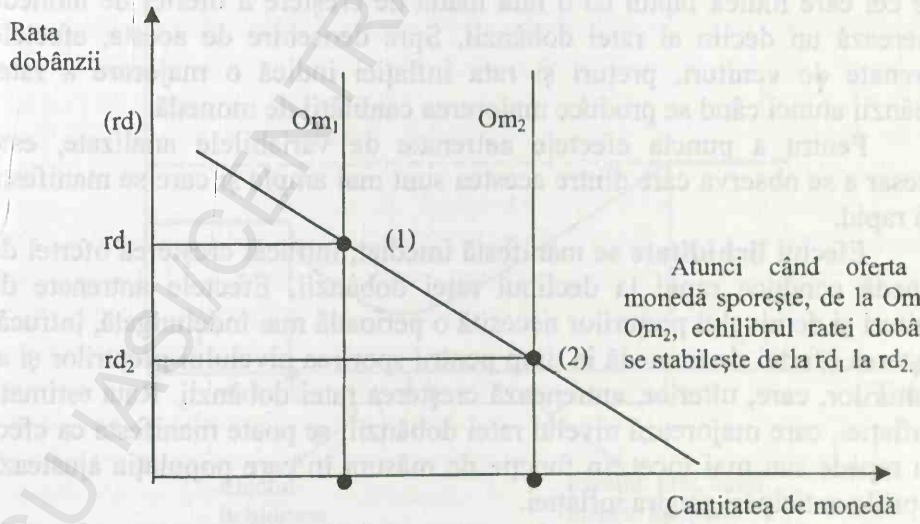
- atunci când nivelul prețurilor sporește, în condițiile în care oferta de monedă și alte variabile economice rămân constante, rata dobânzii înregistrează o creștere (graficul 4.3).
- modificările în nivelul ofertei de monedă influențează nivelul ratei dobânzii astfel: atunci când oferta de monedă sporește (toate celelalte variabile rămânând constante), rata dobânzii descrește.

BCU IAȘI CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY



Graficul 4.3 Influenţa preţurilor asupra ratei dobânzii

Acelaşi efect se obţine atunci când banca centrală majorează oferta de monedă prin cumpărarea de obligaţiuni. Rezultatul se concretizează prin deplasarea spre stânga a ofertei de obligaţiuni, ceea ce antrenează un declin al ratei dobânzii.



Graficul 4.4 Modificarea ratei dobânzii ca răspuns la modificarea ofertei de monedă

BCU IAŞI/CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

Concluzia desprinsă din prezentarea grafică, respectiv creşterea ofertei de monedă antrenează diminuarea ratei dobânzii, are importante implicaţii asupra politicii monetare în special şi asupra politicii economice, în general, fiind frecvente cazurile în care politicienii au susţinut o creştere rapidă a ofertei de monedă cu scopul dirijării ratei dobânzii.

O contribuţie importantă la analiza corelaţiei dintre creşterea ofertei de monedă şi diminuarea ratei dobânzii revine lui Milton Friedman. În opinia sa, răspunsul ratei dobânzii, prin diminuarea nivelului, în condiţiile în care oferta de monedă sporeşte, reprezintă **efectul lichiditate**. Rata inflaţiei anticipate reprezintă, de asemenea, un factor de influenţă asupra echilibrului ratei dobânzii. Astfel, majorarea nivelului ratei inflaţiei generează o sporire a cantităţii de monedă cerută şi, în continuare, o majorare a ratei dobânzii.

Deşi se poate considera că sporirea preţurilor şi majorarea inflaţiei generează acelaşi efect asupra ofertei de monedă şi asupra nivelului ratei dobânzii, totuşi între cei doi factori există o diferenţă esenţială, din punct de vedere al efectelor. Astfel, efectele antrenate de majorarea preţurilor încetează după ce creşterea acestora stopează, în timp ce, în cazul inflaţiei, efectele continuă o perioadă mai îndelungată de timp.

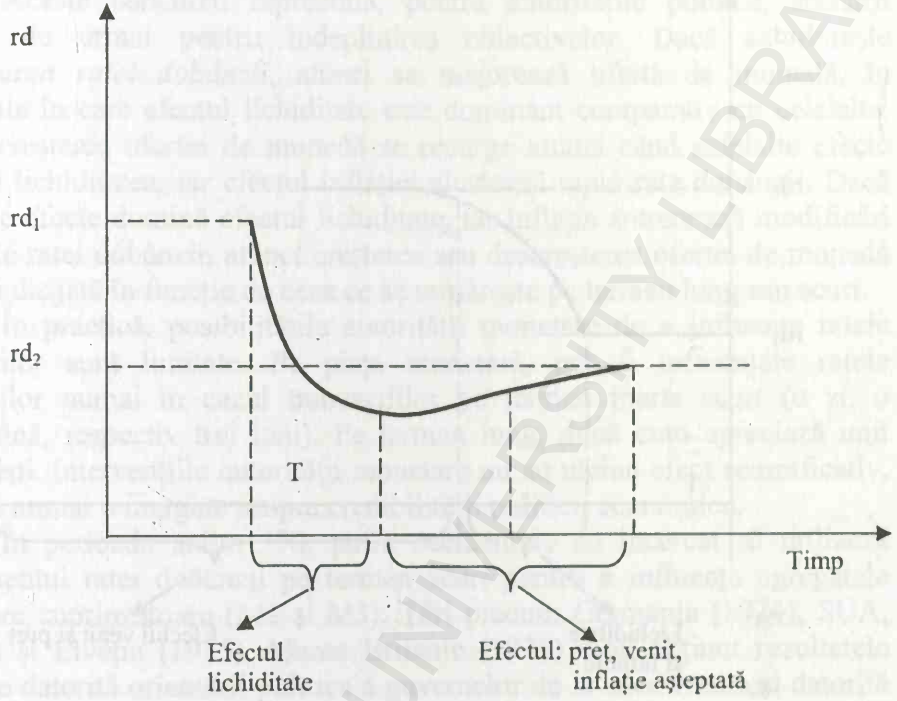
Concluzii

Dintre toate efectele analizate, rezultă că numai *efectul lichiditate* este cel care indică faptul că o rată înaltă de creştere a ofertei de monedă generează un declin al ratei dobânzii. Spre deosebire de acesta, efectele antrenate de venituri, preţuri şi rata inflaţiei indică o majorare a ratei dobânzii atunci când se produce majorarea cantităţii de monedă.

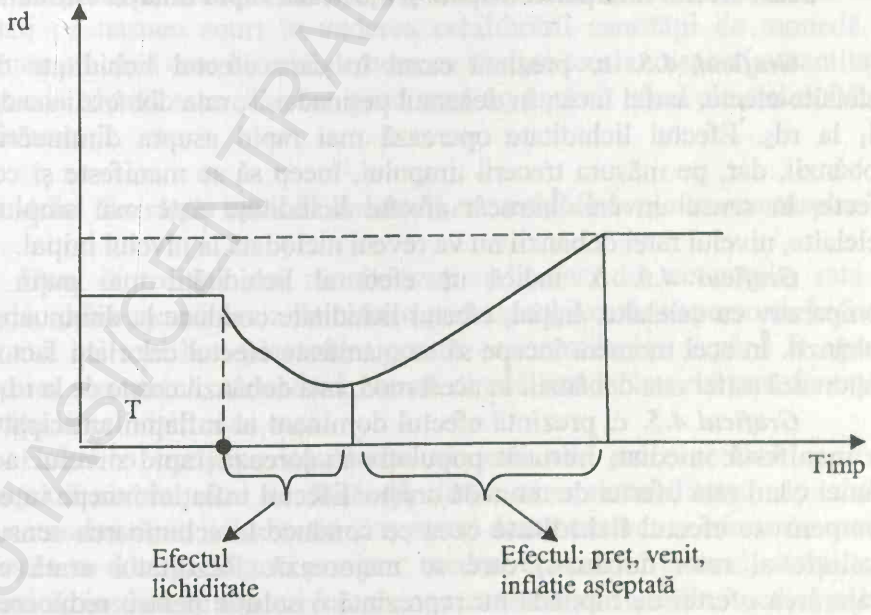
Pentru a puncta efectele antrenate de variabilele analizate, este necesar a se observa care dintre acestea sunt mai ample şi care se manifestă mai rapid.

Efectul **lichiditate** se manifestă imediat, întrucât creşterea ofertei de monedă conduce rapid la declinul ratei dobânzii. Efectele antrenate de venituri şi de nivelul preţurilor necesită o perioadă mai îndelungată, întrucât creşterea ofertei de monedă ia timp pentru sporirea nivelului preţurilor şi al veniturilor, care, ulterior, antrenează creşterea ratei dobânzii. Rata estimată a inflaţiei, care majorează nivelul ratei dobânzii, se poate manifesta ca efect mai repede sau mai încet, în funcţie de măsura în care populaţia ajustează propriile anticipări asupra inflaţiei.

Modelul de răspuns, în timp, al ratei dobânzii la sporirea ofertei de monedă poate fi reprezentat grafic (graficul 4.5, a, b, c).

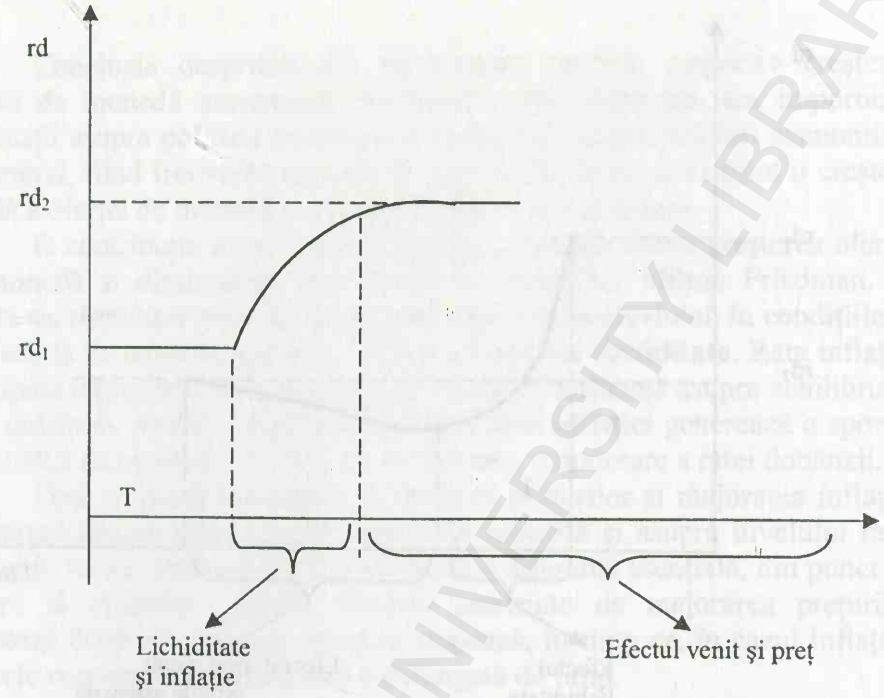


Graficul 4.5. a Efectul lichiditate este de mai mare amploare decât celelalte efecte



Graficul 4.5. b Efectul lichiditate este mai redus decât celelalte şi ajustează uşor inflaţia aşteptată

BCU IASI CENTRALA UNIVERSITY LIBRARY



Graficul 4.5. c Efectul lichiditate este mai redus decât efectul inflației anticipate și ajustează rapid inflația estimată

Graficul 4.5. a. prezintă cazul în care efectul lichiditate domină celelalte efecte, astfel încât, în decursul perioadei T, rata dobânzii scade de la rd_1 la rd_2. Efectul lichiditate operează mai rapid asupra diminuării ratei dobânzii, dar, pe măsura trecerii timpului, încep să se manifeste și celelalte efecte, în sensul invers. Întrucât efectul lichidității este mai amplu decât celelalte, nivelul ratei dobânzii nu va reveni niciodată la nivelul inițial.

Graficul 4.5. b. indică un efect al lichidității mai puțin amplu comparativ cu celelalte. Inițial, efectul lichiditate conduce la diminuarea ratei dobânzii. În acel moment începe să se manifeste efectul celorlalți factori care majorează astfel rata dobânzii. În acest mod, rata dobânzii crește de la rd_1 la rd_2.

Graficul 4.5. c. prezintă efectul dominant al inflației anticipate, care se manifestă imediat, întrucât populația majorează rapid nivelul acestuia atunci când rata ofertei de monedă crește. Efectul inflației începe imediat să compenseze efectul **lichiditate** ceea ce conduce la schimbarea sensului de evoluție al ratei dobânzii, care se majorează. Rezultatul arată clar că majorarea ofertei de monedă nu reprezintă o soluție pentru reducerea ratei dobânzii, dar creșterea cantității de monedă poate declanșa diminuarea acesteia.

Aceste concluzii reprezintă, pentru autoritățile publice, scenarii posibil de urmat pentru îndeplinirea obiectivelor. Dacă se dorește *diminuarea ratei dobânzii*, atunci se majorează oferta de monedă, în condițiile în care efectul lichiditate este dominant comparativ cu celelalte. La descreşterea ofertei de monedă se recurge atunci când celelalte efecte domină lichiditatea, iar efectul inflației ajustează rapid rata dobânzii. Dacă celelalte efecte domină efectul lichiditate, iar inflația antrenează modificări lente ale ratei dobânzii, atunci creşterea sau descreşterea ofertei de monedă poate fi dirijată în funcție de ceea ce se urmăreşte pe termen lung sau scurt.

În practică, posibilitățile autorității monetare de a influența ratele dobânzilor sunt limitate. Pe piața monetară, pot fi influențate ratele dobânzilor numai în cazul tranzacțiilor pe termen foarte scurt (o zi, o săptămână, respectiv trei luni). Pe termen lung, după cum apreciază unii specialişti, intervențiile autorității monetare nu au niciun efect semnificativ, ci oferă numai o imagine asupra credibilității politicii economice.

În perioada anilor '70, țările occidentale au încercat să utilizeze instrumentul ratei dobânzii pe termen scurt pentru a influența agregatele monetare cuprinzătoare (M2 şi M3). Țări precum Germania (1974), SUA, Canada şi Elveția (1975), Marea Britanie (1976) n-au obținut rezultatele scontate datorită orientării politice a guvernelor de la acea vreme şi datorită inovațiilor pieţelor financiare.

În prezent, autoritățile din diferite țări utilizează instrumentul ratei dobânzii pe termen scurt în vederea echilibrării cantității de monedă. O asemenea practică este diferită de ceea ce susține teoria, respectiv, cantitatea de monedă oferită este cea care generează un anumit nivel al ratei dobânzii şi nu invers.

4.3.3 Corelația ratei de dobândă cu variabilele macroeconomice

Unul dintre cei mai monitorizați indicatori din economie, rata de dobândă, influențează deciziile tuturor participanților, de la persoanele fizice, care caută cel mai bun plasament pentru economiile lor şi până la agenții economici sau statul, care urmăresc să obțină resursele necesare finanțării activității la cel mai redus cost.

Există o mulțime de factori şi *variabile macroeconomice*, care influențează nivelul ratei de dobândă, dintre care: rentabilitatea capitalului, riscul nerambursării, lichiditatea şi raportul dintre cererea şi oferta de capital. La aceştia se adaugă factori precum: mediul economic general, stabilitatea economică, mediul de afaceri în care operează întreprinderile, mediul politic şi social.

Unul dintre indicatorii macroeconomici cu care *rata de dobândă se corelează este rata de creştere a PIB*, respectiv *creşterea economică*. Astfel,

ratele de dobândă cresc atunci când cheltuielile totale sporesc ca urmare a consumului care se majorează şi pentru a cărui finanțare se recurge la împrumuturi. În situația inversă, în cazul în care PIB scade, economia îşi diminuează dimensiuniie, consumatorii şi întreprinderile îşi reduc cheltuielile, iar consumul în declin necesită un apel mai redus la credite.

Urmărirea ciclurilor economice în corelație cu rata de dobândă evidențiază următoarele aspecte:

- în faza de expansiune economică, consumul total şi investițiile sporesc, prețurile se majorează, iar cererea de capital creşte mai repede decât oferta, având ca efect majorarea ratelor de dobândă; în toată faza de creştere economică, cererea de fonduri se menține la un nivel ridicat întrucât cheltuielile sunt mai mari;
- trecerea spre faza de contracție economică se produce datorită intervențiilor politicii monetare asupra ratei inflației, dar cu efect asupra ratelor de dobândă, care sporesc. Nivelul investițiilor şi cel al consumului se reduc, cererea de fonduri se diminuează, având ca efect final şi scăderea ratelor de dobândă.

În contextul economic şi instituțional în care evoluează economiile contemporane, s-au găsit mai multe variabile explicative ale *ratei curente* a *dobânzii*. Astfel, rata de schimb sau rata de dobândă pentru monedă explică *rata de dobândă cuvenită atunci când se iau în considerare relațiile internaționale*.

În studiile econometrice, gradul de corelare a ratei de dobândă pe plan național cu variabilele internaționale depinde de regimul de curs valutar existent. De exemplu, pentru monedele europene, rata de dobândă a SUA a constituit variabila determinantă până la prăbuşirea etalonului monetar aur-devize (1971), ulterior acest rol fiind preluat de rata de dobândă a Germaniei. În perioada cursurilor flotante, modificările de curs de schimb au condus la variații ale ratei de dobândă curente, în conformitate cu **teoria parității ratei de dobândă** care poate fi utilizată pentru a explica relația de cauzalitate: rata de dobândă influențează cursul de schimb şi cursul de schimb influențează rata de dobândă.

Creşterea ratei de dobândă atrage investițiile străine, antrenând o cerere sporită de monedă națională, ceea ce duce la aprecierea acesteia în raport cu moneda străină. În situația inversă, atunci când *ratele de dobândă scad*, investițiile străine se reduc, capitalurile migrează în altă țară şi se manifestă o cerere redusă de monedă națională având ca efect principal deprecierea acesteia. În această corelație, un loc important îl deține inflația, ale cărei efecte pot fi contracarate prin majorarea ratelor de dobândă, precum şi interesul utilizatorilor autohtoni pentru moneda națională.

Rata de dobândă poate fi *corelată* şi cu evoluția pieței de capital, datorită reacției cursului titlurilor financiare la modificările ratei de dobândă.

Astfel, este cunoscută diminuarea preţului obligaţiunilor atunci când rata de dobândă creşte, ca urmare a interesului sporit al deţinătorilor de titluri pentru alte plasamente pe piaţa bancară, mai bine remunerate decât obligaţiunile.

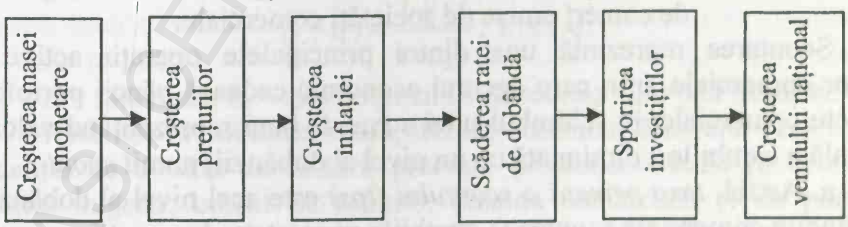
Rata de dobândă prezintă *importanţă* şi datorită rolului pe care îl îndeplineşte în cadrul *politicii monetare*. Astfel, variaţiile ratei de dobândă constituie un element esenţial al mecanismului de transmisie a politicii monetare şi care au fost evidenţiate de modelul construit de J.R. Hicks, cunoscut sub denumirea de „modelul IS-LM".

Modelul valorifică concepţia keynesiană cu privire la mecanismul de transmisie a politicii monetare şi care se derulează după următoarea schemă:

Interpretarea acestei scheme evidenţiază că, dacă se adoptă varianta unei politici monetare expansioniste, atunci efectul constă în scăderea costului creditului, majorarea investiţiilor, creşterea cererii globale şi, în final, sporirea producţiei şi a PIB-ului. Mecanismul prezentat mai sus are aplicabilitate în cazul deciziilor de investiţii atât ale agenţilor economici, cât şi ale populaţiei.

Utilizarea în practică, de către autoritatea monetară, a mecanismului de transmisie a ratei de dobândă a condus la concluzia potrivit căreia rata de dobândă, pe termen lung, influenţează comportamentul consumatorilor şi al investitorilor, iar creşterea economică poate fi asigurată şi în condiţiile unei rate reale a dobânzii care atinge nivelul zero. Cu alte cuvinte, politica monetară poate fi eficientă chiar atunci când rata nominală a înregistrat nivelul zero.

În această variantă, schema de transmisie a politicii monetare este:



Ideea de bază a modelului „IS-LM" este formulată şi în studiile recente ale lui J.B. Taylor, care susţine că evoluţiile în planul politicii monetare demonstrează, empiric, că ratele de dobândă exercită un efect important asupra consumului persoanelor fizice şi asupra investiţiilor.

4.4 Forme ale dobânzii

Diversitatea activității economice, precum și tipologia creditorilor și debitorilor antrenează forme ale dobânzii, după cum rezultă din clasificarea acestora. Există mai multe criterii în funcție de care se face analiza tipurilor de dobânzi.

Din punctul de vedere al băncii, se disting **dobânda bonificată** și cea **percepută.**

a. *Dobânda bonificată* reprezintă nivelul dobânzii cu care sunt remunerate disponibilitățile bănești ale celor care și-au constituit depozite bancare și este mai mică decât dobânda percepută la credite.

Factorii care influențează nivelul acestei dobânzi sunt:

- rata inflației;
- rata dobânzii de refinanțare;
- rata dobânzilor practicate de celelalte bănci comerciale.

b. *Dobânda percepută* exprimă dobânda încasată de bănci de la clienții care beneficiază de creditele acordate.

Factorii de influență asupra nivelului acestei dobânzi sunt:

- gradul de erodare monetară;
- nivelul cheltuielilor operaționale ale băncilor;
- gradul de risc;
- profitul bancar;
- rezerva minimă obligatorie etc.

Din punct de vedere al nivelului la care se practică dobânda, se disting:

- taxa privată a scontului (**tps**);
- taxa oficială a scontului (**tos**);
- dobânda practicată între întreprinzători;
- dobânda practicată pentru titluri guvernamentale și efecte de comerț emise de societăți comerciale.

Scontarea reprezintă una dintre principalele operații active ale băncilor comerciale, prin care agentul economic cedează băncii portofoliul de efecte comerciale, în schimbul unei sume de bani reprezentând valoarea nominală a cambiilor, diminuată cu un nivel al dobânzii, numit *scont.*

a. Astfel, *taxa privată a scontului (tps)* este acel nivel al dobânzii la care băncile comerciale scontează cambiile prezentate de agenții economici și la care se acordă credite acestora.

b. *Taxa oficială a scontului (tos)* este acel nivel al dobânzii la care banca centrală scontează cambiile prezentate de băncile comerciale și acordă împrumuturi celorlalte bănci (dobânda de refinanțare). În condiții normale, rata dobânzii percepută de banca centrală (**tos**) este mai mică decât rata dobânzii încasată de băncile comerciale (**tps**). Prin manevrarea taxei

oficiale a scontului, banca centrală poate acţiona asupra volumului creditelor în economie. Reducerea **tos** antrenează o scădere corespunzătoare a dobânzilor bancare, stimulează activitatea productivă şi iniţiativa de a investi. În economia contemporană, ponderea creditelor acordate sub forma scontului este în general redusă, între 5-10% din suma totală a creditelor.

c. *Dobânda practicată între întreprinzători* se referă la dobânda practicată la vânzarea mărfurilor pe datorie în cadrul creditului comercial.

d. *Alte forme ale dobânzii* în funcţie de nivelul la care se practică se concretizează în:

- *dobânda la creditul de licitaţie.* Se determină în cadrul şedinţelor de licitaţie, săptămânal, ca urmare a cererii şi ofertei de monedă. Stabilirea nivelului minim de pornire a licitaţiei revine băncii centrale. Factorii care influenţează această dobândă sunt: suma obţinută sub formă de credit şi termenul de rambursare;

- *dobânda la creditul lombard* reprezintă dobânda aferentă creditelor acordate de banca centrală băncilor comerciale sub formă de refinanţare. Se stabileşte zilnic la nivelul băncii centrale, poate fi modificată fără preaviz şi se plăteşte lunar, în ultima zi a lunii pentru toate creditele aferente lunii respective. Prezintă cel mai ridicat nivel, cu scopul de a descuraja băncile să apeleze la acest tip de credite;

- *dobânda la rezervele minime obligatorii.* Are un nivel scăzut comparativ cu rata dobânzii pe piaţă şi îmbracă atât forma dobânzii bonificate, cât şi a unei dobânzi penalizatoare pentru neîndeplinirea rezervelor minime obligatorii.

Din punct de vedere al relaţiei existente între rata dobânzii şi rata inflaţiei, se realizează distincţia între **dobânda nominală** şi **dobânda reală.**

Rata reală a dobânzii, cea care exprimă puterea de cumpărare actuală, se obţine după ajustarea ratei nominale prin inflaţie. Corelaţia dintre cele două rate se realizează prin expresia cunoscută sub denumirea „efectul Fisher":

$$(1 + r_r) = \frac{1 + r_n}{1 + r_{inf}}, \text{ în care:}$$

r_r = rata reală; r_n = rata nominală a dobânzii; r_{inf} = rata inflaţiei.

Referitor la **dobânda reală**, trebuie subliniat că nivelul acesteia este influenţat de o serie de factori, precum: presiunea fiscală în economie; deficitul bugetar; cursul de schimb; balanţa comercială şi de plăţi etc. Înregistrarea unei dobânzi reale pozitive este rezultatul practicării unor dobânzi înalte în termeni nominali, ceea ce semnifică, de asemenea, credite scumpe şi investiţii nerentabile. Dobânda reală negativă se manifestă atunci când rata nominală a dobânzii nu acoperă rata inflaţiei. Astfel de dobânzi îi avantajează pe debitori conducând la scăderea încrederii populaţiei în moneda naţională.

Corelația dintre *rata reală şi cea nominală a dobânzii*, cunoscută prin ecuația lui Fisher, a fost acceptată timp îndelungat de către teoreticieni, însă în prezent este pusă sub semnul îndoielii, datorită imposibilității anticipării complete a inflației de către participanții pe piața financiară.

Astfel, autorii britanici Harrod şi Keynes argumentează că rata reală a dobânzii este afectată de inflație, dar cea nominală nu este influențată în mod necesar, cu excepția cazurilor în care inflația afectează cererea sau oferta de monedă. Aceste argumente constituie **efectul Harrod-Keynes**, care susține că o creştere a anticipărilor inflaționiste afectează rata reală a dobânzii (efecte demonstrate pe cazul deținătorilor de obligațiuni).

Exemplificăm prin situația unui împrumut acordat pe o perioadă de un an, în sumă de 1.000.000 u.m., cu o rată nominală a dobânzii de 15% (r_r= 15%). Dacă nivelul prețurilor se estimează a rămâne constant de-a lungul anului (r_{inf} = 0%), atunci, la sfârşitul anului, creditorul va primi, în termeni reali, cu 15% mai mult comparativ cu valoarea împrumutului.

Dacă, în schimb, se estimează că prețul bunurilor şi serviciilor va înregistra o creştere de 8%, rezultatul, potrivit ecuației lui Fisher, înseamnă în termeni reali o rată de: 6,48%:

$$r_r = \frac{1+15\%}{1+8\%} - 1 = \frac{1,15}{1,08} - 1 = 6,48\,\%$$

Rezultatul indică faptul că, deşi la sfârşitul anului se primeşte o sumă cu 15% mai mare, acest câştig se diminuează prin suportarea unor prețuri cu 8% mai mari pentru bunurile şi serviciile achiziționate.

La modul general, atunci când rata reală a dobânzii este scăzută, ca urmare a unei inflații sporite, împrumuturile sunt avantajoase pentru debitori şi ineficiente pentru creditori.

Distincția dintre rata reală şi rata nominală a dobânzii este importantă, întrucât rata reală, care reflectă costul real al împrumuturilor, este cel mai bun indicator de exprimare a eficienței operațiunilor de împrumut. De asemenea, reprezintă, pentru public, cea mai bună măsură a modificărilor produse pe piața creditului. Totodată, estimarea ratei dobânzii în termeni reali permite investitorului să aprecieze dacă a realizat sau nu un plasament profitabil şi să îl compare cu alte oportunități oferite de piață.

Din punct de vedere al perioadei t pe care se acordă creditul şi al capitalizării dobânzii, se poate face distincție între **dobânda simplă** şi **dobânda compusă.**

În activitatea bancară din România se utilizează, în mod curent, următoarele forme ale ratei de dobândă:

- rata de dobândă de politică monetară;
- rata dobânzii de referință;
- rata dobânzii la facilitățile permanente;

- rata de dobândă penalizatoare;
- rata de dobândă de pe piaţa interbancară ROBOR/ROBID;
- rata de dobândă EURIBOR;
- rata de dobândă EONIA.

Rata de dobândă de politică monetară reprezintă rata de dobândă la care BNR atrage depozitele la termen pe o săptămână, de pe piaţa monetară.

Modificarea nivelului acestei rate a dobânzii constituie un semnal dat instituţiilor de credit, care decid plasarea resurselor la banca centrală sau acordarea de credite în economie, în funcţie de evoluţia acesteia.

De la începutul anului 2009, BNR a modificat nivelul ratei dobânzii de politică monetară de la 10,25% la 10% în februarie, de la 10% la 9,5% în luna mai şi la 9% în luna iulie, ceea ce reflectă preocuparea instituţiei monetare centrale în domeniul relaxării creditării, băncile fiind mai interesate să acorde credite la rate ale dobânzii ridicate decât să plaseze sumele la banca centrală, la o dobândă de 9%, de exemplu.

În contextul crizei actuale, majoritatea băncilor centrale au procedat la diminuări semnificative ale ratelor dobânzii de politică monetară: Fed până la 0,25%, Banca Japoniei 0,5%, BCE 1%, cu scopul stimulării băncilor în direcţia creditării.

Rata dobânzii de referinţă reprezintă o medie a ratei de dobândă la care BNR atrage depozite de pe piaţa interbancară, în decursul unei luni. Această rată a dobânzii este folosită ca reper în cadrul contractelor de credit care prevăd ajustarea dobânzilor.

Rata dobânzii de referinţă practicată de BNR a înregistrat următoarea evoluţie în perioada mai 2008 - mai 2009.

Luna	Rata dobânzii de referinţă
Mai 2009	10,02%
Aprilie 2009	10,07%
Martie 2009	10,14%
Februarie 2009	10,25%
Ianuarie 2009	10,25%
Decembrie 2008	10%
Noiembrie 2008	10%
Octombrie 2008	10%
Septembrie 2008	10%
August 2008	10%
Iulie 2008	9,75%
Iunie 2008	9,75%
Mai 2008	9,75%

Sursa: BNR

BCU IASI/CENTRUL DE CARTE

Rata de dobândă la facilitățile permanente oferite de BNR instituțiilor de credit este diferențiată în funcție de tipul facilității astfel:

- ***facilitatea de creditare***, care permite obținerea unui credit cu scadență de o zi, contra unui colateral, este practicată la o rată a dobânzii **predeterminată**. Nivelul acesteia este un **plafon** al ratei dobânzii overnight pe piața monetară;
- ***facilitatea de depozit***, care permite plasarea unui depozit cu scadența de o zi, se practică la o rată a dobânzii predeterminată, nivelul acesteia fiind dat de pragul ratei dobânzii overnight a pieței monetare.

Începând din anul 2008, BNR a decis imprimarea unui caracter simetric coridorului format de ratele de dobândă la facilitățile permanente, în jurul *ratei de politică monetară* şi restrângerea amplitudinii acesteia la ±4 puncte procentuale.

Rata dobânzii penalizatoare pentru deficitul rezervelor minime obligatorii reprezintă rata practicată de BNR în relația cu băncile comerciale care înregistrează deficite la nivelul rezervelor minime obligatorii în lei şi în valută.

Rata dobânzii interbancare: ROBOR/ROBID. Dobânda ROBOR reprezintă rata medie a dobânzii la care băncile româneşti se împrumută de pe piața interbancară, iar dobânda ROBID reprezintă rata medie a dobânzii pe care o primesc băncile pentru plasamentele pe piața interbancară.

Evoluția dobânzilor ROBOR în perioada septembrie – octombrie 2008, în contextul unei acute lipse de lichidități pe piață, a înregistrat valori maxime de peste 50%, după care, spre sfârşitul anului 2008, s-a stabilizat la ≈16%.

Aceste dobânzi sunt calculate zilnic de BNR ca medie aritmetică a ratelor practicate de zece bănci comerciale, selectate de banca centrală. ROBOR şi ROBID prezintă cotații diferite pentru scadențe diferite, după cum rezultă din datele de mai jos:

	ROBOR	ROBID
3M	12,66%	12,11%
6M	13,04%	12,11%
9M	13,07%	12,11%
12M	13,06%	12,09%

Rata de dobândă EURIBOR este un indice de referință independent, recunoscut internațional şi care reprezintă rata dobânzii minime sau de bază, comunicată de Banca Centrală Europeană, pentru creditele acordate în euro de către o bancă de prim rang unei alte bănci de prim rang.

Importanța acestei rate de dobândă constă şi în utilizarea ei ca indice de referință pentru determinarea ratei de dobândă aferente creditelor ipotecare, auto, de nevoi personale, exprimate în euro.

De exemplu, rata de dobândă aferentă unui credit ipotecar este formată din marja de dobândă a băncii (să presupunem: 6%) la care se adaugă rata de dobândă EURIBOR (cotația la trei sau şase luni) şi care să presupunem că este de 3,75%. Prin urmare, rata de dobândă a creditului va fi de 9,75% şi poate fluctua în funcție de evoluția celor două componente. EURIBOR (la şase luni) a avut următoarea evoluție în decursul perioadei 2007-2009, ceea ce indică efecte imediate asupra costului creditelor.

Evoluția EURIBOR – 6 luni (procente)

	I	F	M	A	M	I	I	A	S	O	N	D
2007	3,929	3,972	4,028	4,123	4,244	4,300	4,373	4,727	4,75	4,598	4,715	4,768
2008	4,395	4,390	4,731	4,881	4,922	5,121	5,151	5,159	5,29	4,89	3,956	3,037
2009	2,214	1,951	1,693	1,579								

Sursa: www.bnr.ro

Rata de dobândă EONIA (euro overnight index average) este o măsură a ratei de dobândă pentru împrumuturile în euro de pe piața europeană interbancară overnight.

4.5 Aplicații privind calculul dobânzii

Calculul dobânzii prezintă deosebită importanță în activitatea practică de creditare. În cele ce urmează sunt prezentate metodele frecvent întâlnite în calculul dobânzii.

a. pentru creditele bancare acordate şi depozitele constituite;
b. pentru scontarea şi rescontarea efectelor de comerț;
c. pentru conturile curente.

BCU IAŞI

a. Pentru creditele acordate şi depozitele constituite se calculează dobânda simplă sau dobânda compusă.

a_1) *Dobânda simplă* se calculează în cazul în care perioada analizată este mai mică de un an, iar dobânda nu este capitalizată.

Relaţia de calcul:

$$D = \frac{C x n_z x r_d}{360 x 100}, \text{ în care:}$$

D = dobânda (în suma absolută);
C = capitalul împrumutat sau valoarea depozitului;
n_z = numărul de zile pentru care se realizează creditarea sau depunerea;
r_d = rata nominală a dobânzii, exprimată procentual.

a_2) *Dobânda compusă* se practică atunci când perioada de creditare sau de depunere este mai mare de un an, iar dobânda este reinvestită la fiecare scadenţă.

⇨ Dacă perioada respectivă este exprimată în ani întregi, atunci dobânda se calculează astfel:

$$D = C_f - C_i = C_i(1+r_d)^n - C_i,$$

în care:
C_f = capital fructificat;
$(1+r_d)^n$ = coeficient de fructificare;
C_i = capital iniţial.

⇨ Dacă perioada este exprimată într-un număr întreg de ani şi în fracţiuni, atunci calculul dobânzii se realizează astfel:

$$D = C_f - C_i = \left[C_i(1+r_d)^n + \frac{C_i(1+r_d)^n \times n_z \times r_d}{360 \times 100} \right] - C_i =$$

$$= C_i(1+r_d)^n \left(1 + \frac{n_z \times r_d}{360 \times 100} \right) - C_i$$

Aplicaţia nr. 1

Se acordă un credit în valoare de 5 mil. u.m. pe o perioadă de 250 de zile în condiţiile unei rate nominale a dobânzii de 35% anual.

Dobânda aferentă acestui credit, potrivit formulei pentru dobânda simplă, devine:

$$D = \frac{5.000.000 \times 250 \text{ zile} \times 35}{360 \times 100} = 1.215.277,7 \text{u.m.}$$

Aplicaţia nr. 2

Suma de 3.500.000 lei este acordată sub formă de credit pentru o perioadă de 3 ani şi 70 zile, în condiţiile unei rate nominale a dobânzii de 25%. Rambursarea creditului se face la finalul perioadei.

$$Dob = Cap_{final} - Cap_{iniţial}$$

$$\text{Cap.final} = 3.500.000(1+0{,}25)^3 + \frac{3.500.000(1+0.25)^3 \times 70 \times 25}{360 \times 100} =$$

$$3.500.000 \times 1{,}9531 + \frac{6.835.850 \times 70 \times 25}{360 \times 100} =$$

$$6.835.937{,}5 + 332.302{,}5 = 7.168.240$$

$$Dob = 7.168.240 - 3.500.000 = 3.668.240$$

sau

$$Dob = 3.500.000(1+0{,}25)^3\left(1+\frac{70 \times 25}{360 \times 100}\right) - 3.500.000 =$$

$$[6.835.937{,}5(1+0{,}0486)] - 3.500.000 =$$

$$7.168.240 - 3.500.000 = 3.668.240$$

b. Pentru scontarea şi rescontarea efectelor de comerţ

Dobânda aferentă efectelor de comerţ poartă denumirea de scont şi se calculează după următoarea relaţie:

$$S = \frac{V \cdot n_z \cdot r_s}{(12)360 \cdot 100},$$

în care:
S= scontul;
V = valoarea nominală a titlului de credit;
n_z = numărul de zile până la scadenţă (putând fi şi numărul de luni);
r_s = procentul ratei dobânzii sau taxa scontului.

În practica bancară, relaţia de calcul pentru scont face apel la un artificiu de calcul, utilizând următoarea formulă:

$$S = \frac{\text{Numere din dobânzi}}{\text{Divizor fix}},$$

în care
numărul din dobânzi = valoarea nominală x n_z;

$$\text{divizorul fix} = \frac{360 \cdot 100}{r_d}$$

Aplicația nr. 3

Un întreprinzător, care a vândut pe credit comercial mărfurile sale, prezintă spre scontare la banca comercială X următoarele efecte comerciale:

- *o cambie, cu valoare nominală de 500.000 u.m. cu o durată până la scadență de 175 de zile;*
- *o cambie cu valoare nominală de 2.400.000 u.m., cu o durată până la scadență de 60 de zile.*

Rata privată a scontului, practicată de banca X, este de 20%. În aceste condiții, deținătorul titlurilor va primi, pentru fiecare din cele două titluri, următoarea sumă:

titlul 1 $S_1 = \frac{500.000 \times 175 \text{ zile} \times 20}{360 \times 100} = 48.611{,}108$

Valoarea primită de deținător = $V_n - S_1 = 500.000 - 48.611 = 451.389$ u.m.

titlul 2 $S_2 = \frac{2.400.000 \times 60 \times 20}{360 \times 100} = 80.000$

Valoarea primită de deținător = $V_n - S_2 = 2.400.000 - 80.000 = 2.320.000$ u.m.

Banca X poate determina mărimea scontului pentru cele două titluri, prin aplicarea relației specifice:

$$S = \frac{(500.000 \times 175) + (2.400.000 \times 60)}{\frac{360 \times 100}{20}} = \frac{87.500.000 + 144.000.000}{\frac{36.000}{20}} =$$

$$= \frac{231.500.000}{1.800} = 128.611$$

S = 48.611+80.000 = 128.611

Se observă că nivelul scontului, care reprezintă dobânda curentă a băncii X, pentru scontarea titlurilor, are același nivel cu cel rezultat prin aplicarea primei relații de calcul.

c. Pentru dobânzile aferente conturilor curente

Se practică următoarele metode de calcul al dobânzilor la conturile curente:

- metoda directă;
- metoda indirectă;
- metoda în scară sau hamburgheză.

În general, conturile curente prezintă solduri creditoare, dar pot exista şi situaţii în care clienţii pot efectua plăţi mai mari decât disponibilităţile în cont curent, caz în care contul clientului prezintă sold debitor.

c_1) *Metoda directă* presupune parcurgerea următoarelor etape:

- separarea operaţiunilor creditoare şi debitoare;
- stabilirea numerelor de dobânzi, creditoare sau debitoare, prin ponderea sumei fiecărei operaţiuni cu un număr de zile calculat din momentul efectuării operaţiei până la sfârşitul perioadei (numită epocă);
- însumarea numerelor de dobândă debitoare, pe de o parte, şi a celor creditoare, pe de altă parte;
- calcularea dobânzii aferente prin împărţirea soldului numerelor la divizorul fix;
- stabilirea soldului contului curent la sfârşitul perioadei şi influenţarea acestuia cu nivelul dobânzii calculate.

c_2) *Metoda indirectă*, mai rar practicată de bănci, apelează la un artificiu de calcul, datorită faptului că nu se cunoaşte precis momentul la care contul va fi închis. Se calculează o dobândă fictivă, cuprinsă între momentul deschiderii contului şi momentul începerii operaţiilor de cont. Atunci când se cunoaşte momentul închiderii contului se va calcula o dobândă totală pentru perioada cuprinsă între momentul deschiderii contului şi cel al închiderii acestuia. Din dobânda totală se deduce dobânda fictivă, astfel încât se obţine o dobândă reală.

c_3) *Metoda hamburgheză* (în scară) se concretizează în parcurgerea următoarelor etape:

- înscrierea operaţiunilor în ordine cronologică şi stabilirea soldului contului curent după fiecare operaţiune;
- calcularea numerelor de dobânzi prin ponderarea soldului contului curent la fiecare moment cu numărul de zile în care acesta s-a menţinut nemodificat;
- stabilirea sumei soldului numerelor de dobânzi şi calcularea dobânzii prin raportarea soldului la divizorul fix;
- influenţarea soldului contului curent cu nivelul dobânzii calculate (bonificată sau percepută) şi stabilirea soldului final al contului curent.

BCU IAŞI

Aplicația nr. 4

Banca „A" efectuează ***următoarele*** *încasări și plăți în contul curent al clientului său, deschis la 1 februarie și cu scadență la 30 iunie (epocă):*

- *5 februarie – alimentarea contului cu suma de 45.000 u.m.;*
- *20 martie – plata unei facturi în favoarea unui furnizor, în sumă de 65.000 u.m.;*
- *15 aprilie – plata unor sume în contul administrației publice locale, în sumă de 50.000 u.m.;*
- *10 mai – încasarea sumei de 180.000 u.m. în favoarea clientului;*
- *20 mai – încasarea unei sume reprezentând recuperarea unor creanțe în valoare de 60.000 u.m.;*
- *15 iunie – efectuarea unei plăți în sumă de 30.000 u.m.;*
- *28 iunie – virarea din cont a sumei de 15.000 u.m.*

Banca A practică o dobândă creditoare de 12% anual și o dobândă debitoare de 14%.

Prin aplicarea ***metodei directe****, este necesar a se parcurge următoarele etape pentru determinarea dobânzii la contul curent.*

- Separarea operațiilor și stabilirea numerelor debitoare sau creditoare.

Operațiuni creditoare

Tabelul 4.5

Data	Suma	Nr. zile până la 30 iunie	Nr. creditoare	
5.02.	45.000	(24+31+30+31+30) zile	45.000 x 146 zile =	6.570.000
10.05.	180.000	21+30	180.000 x 51 =	9.180.000
25.05.	60.000	6+30	60.000 x 36 =	2.160.000
Sume C	285.000		Total numere	17.910.000

Operațiuni debitoare

Data	Suma	Nr. zile până la 30 iunie	Nr. creditoare	
20.03.	65.000	(11+30+31+30) zile	65.000 x 102 zile =	6.630.000
15.04.	50.000	(15+31+30) zile	50.000 x 76 zile =	3.800.000
15.06.	30.000	15	30.000 x 15 zile =	450.000
28.06.	15.000	2	15.000 x 2 zile =	30.000
Sume C	160.000		Total numere	10.910.000

- Soldul sumelor și cel al numerelor sunt creditoare:
  285.000 – 160.000 = 125.000 soldul sumelor;
  17.910.000 – 10.910.000 = 7.000.000 soldul numerelor.
- Calculul dobânzii se realizează după relația:

$$\text{Dobânda} = \frac{\text{sold numere}}{\text{divizor fix}};$$

$$\text{Divizorul fix} = \frac{360 \cdot 100}{\text{rata dobânzii}};$$

$$\text{Dobânda creditoare} = \frac{17.910.000}{\frac{360 \cdot 100}{12}} = 5.970 \text{ u.m.};$$

$$\text{Dobânda debitoare} = \frac{10.910.000}{\frac{360 \cdot 100}{14}} = 4.242,7.$$

- La data de 30 iunie, soldul contului va fi:

(285.000 – 160.000) + (5.970 – 4.242,7) = 126.727,3 u.m.

Dacă rata de dobândă ar fi aceeaşi pentru operaţiile debitoare şi creditoare, de exemplu 14%, atunci dobânda ar avea nivelul:

$$\text{Dobânda} : \frac{7.000.000}{\frac{360 \cdot 100}{14}} = 2722,22,$$

iar soldul contului va fi creditor 125000 + 2722,22 = 127722,22 u.m.

Prin aplicarea **metodei hamburgheze** (în scară) se parcurg etapele reprezentate în tabelul 4.6.

Determinarea dobânzii la operaţiunile în cont curent

Tabelul 4.6

Nr.	Data	Suma	Nr. zile până la operaţiunea următoare	Numere de dobânzi
1	5.02.	45.000 C	(24 + 20) zile	1.980.000 C
2	20.03	65.000 D		
Sold ct. curent		20.000 D	(11 + 15)	520.000 D
3	15.04	50.000 D		
Sold ct. curent		70.000 D	(15 + 10)	1.750.000 D
4	10.05	180.000 C		
Sold ct. curent		110.000 C	15 zile	1.650.000 C
5	25.05.	60.000 C		
Sold ct. curent		170.000 C	(6 + 15)	3.570.000 C
6	15.06.	30.000 D		
Sold ct. curent		140.000 C	(13)	1.820.000 C
7	28.06.	15.000 D		
Sold ct. curent		125.000 C	(2)	250.000 C
8	30.06 Soldul sumelor	125.000 C	Sold numere	7.000.000 C

Soldul numerelor fiind creditor, se va calcula dobânda creditoare.

$$Dc = \frac{7000000}{\frac{360 \cdot 100}{12}} = 2333,3$$

La închiderea contului, soldul creditor este dat de suma:

$$125.000 + 2333,33 = 127333,33 \text{ u.m.}$$

În cazul acestei metode, care ia în calcul perioada de timp în care suma rămâne nemodificată în cont până la operațiunea următoare, nivelul dobânzii nu se modifică substanțial, dar exprimă o situație mai reală, atât pentru bancă, cât și pentru client.

Aplicația nr. 5

O persoană fizică obține cu credit ipotecar în valoare de 10000 euro, pe o perioadă de zece ani, la rată anuală a dobânzii de 9,75%. Această rată a dobânzii este formată din marja de dobândă a băncii: 7,50% și dobânda EURIBOR, la trei luni, 2,25%. Creditul se rambursează în anuități constante.

În anul al cincilea, marja băncii se modifică în sensul majorării cu 2 puncte procentuale, iar rata de dobândă EURIBOR, la trei luni, scade la 1,50%.

Să se prezinte planul de amortizare a împrumutului în cele două perioade și să se analizeze efectele modificării ratei de dobândă.

Rezolvare:

Determinarea anuității constante, în condițiile unei rate a dobânzii de 9,75%.

Formula de calcul a anuității constante:

$$at = \frac{\text{Vîmpr. x rdob.}}{1 - \frac{1}{(1+\text{rdob.})^n}} \qquad n = \text{numărul de ani}$$

$$at = \frac{10000x9,75\%}{1 - \frac{1}{(1+9,75\%)^{10}}} = \frac{975}{1 - \frac{1}{2,535}} = \frac{975}{0,6055} = 1610,23 \text{ euro}$$

BCU IAȘI CENTRUL DE RESURSE LIBRARY

a) Planul inițial de amortizare a împrumutului este:

Anul	Anuitatea	Rata de rambursat (principalul)	Dobânda
1	1610,23	635,23	975
2	1610,23	697,16	913,06*
3	1610,23	765,14	845,09
4	1610,23	839,73	770,49
5	1610,23	etc.	etc.
6	1610,23		
7	1610,23		
8	1610,23		
9	1610,23		
10	1610,23		

b) Începând cu al cincilea an, rata de dobândă se modifică astfel:

rdob = (marja de dobândă a băncii) + EURIBOR =
= (7,50% + 2%) + 1,50% = 9,50% + 1,50% = 11%

Din al cincilea an, se va utiliza rata de dobândă de 11% pentru soldul creditului de 7062,74€

Planul de amortizare a împrumutului

Anul	Anuitatea	Rata de rambursat (principalul)	Dobânda
5	1699,67	922,77	776,90
6	1699,67	1024,25	675,41
7	1699,67	1136,92	562,74
8	1699,67	1262,00	437,66
9	1699,67	1400	298,8
10	1699,67	1554,9	144,76

* Dobânda în al doilea an se aplică la valoarea rămasă după rambursările din primul an.
Valoarea rămasă = 10000 € - 635,23 = 9364,77
Dobânda aferentă anului doi = 9364,77€ x 9,75% = 913,06€

BCU IAȘI - CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

Soldul creditului la începutul anului cinci* = 7062,74

$$at = \frac{7064{,}74x11\%}{1-\frac{1}{(1+11\%)^6}} = \frac{776{,}90}{1-\frac{1}{(1{,}11)^6}} = \frac{776{,}90}{1-\frac{1}{1{,}8703}} = \frac{776{,}90}{0{,}4653} = 1699{,}675\,RON$$

Aplicația nr. 6

În relația cu băncile comerciale, banca centrală practică facilitatea de credit (acordarea de credite pentru o zi), la o rată a dobânzii cu 3 puncte procentuale peste rata de dobândă de politică monetară.

Cunoscând că rata dobânzii de politică monetară este de 9,5%, să se determine dobânda percepută unei instituții de credit, care beneficiază de facilitatea de credit în sumă de 2500000 RON.

Rezolvare:

- rata de dobândă pentru facilitatea de credit:
9,5%+3%=12,5% (rata anuală a dobânzii)

- dobânda aferentă facilității de credit:

$$2500000x12{,}5\%x\frac{1}{360} = 869{,}05RON$$

Aplicația nr.7

Pe piața interbancară banca comercială „X" a obținut un împrumut la termen de o zi, în sumă de 5.560.000 RON. Să se determine dobânda aferentă acestui împrumut cunoscând următoarele informații despre ratele de dobândă practicate în sistemul bancar:
ROBID = 14,5%
EURIBOR = 1,65%
ROBOR = 17,2%

* perioada luată în calcul este de şase ani (de la începutul anului cinci până la sfârşitul anului zece)

BCU IASI / CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

Rezolvare:

Se utilizează rata ROBOR de 17,2%. Dobânda aferentă unui împrumut de o zi de pe piața interbancară:

$$5560000\,\text{RON} \times 17{,}2\% \times \frac{1}{360} = 2656{,}4\,\text{RON}$$

BCU IASI/CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

Capitolul 5

Sisteme monetare

5.1 Sisteme monetare naționale
- 5.1.1 Abordare conceptuală şi elemente componente
- 5.1.2 Evoluții ale sistemelor monetare naționale
  - 5.1.2.1 Sisteme monetare metaliste
  - 5.1.2.2 Sisteme monetare nemetaliste (actuale)
- 5.1.3 Evoluții ale circulației monetare în România
- 5.1.4 Consiliul monetar

5.2 Sistemul Monetar Internațional
- 5.2.1 Abordare conceptuală şi evoluții
- 5.2.2 Sistemul Monetar Internațional de la Bretton Woods
- 5.2.3 Dezechilibrele SMI şi necesitatea reformării acestuia
- 5.2.4 Moneda DST. Semnificație şi utilizare
- 5.2.5 Instituțiile internaționale şi rolul acestora în cadrul SMI

5.3 Aplicații

Cuvinte-cheie: sistem monetar național; valoare paritară; paritate; curs de schimb; etalon monetar; Consiliu monetar; Sistem Monetar Internațional; lichiditate; convertibilitate; DST; instituții ale SMI

BCU ASE - BUCHAREST UNIVERSITY LIBRARY

SISTEME MONETARE

Motto

Banul îl câştigă toţi aceia care, prin răbdare şi observaţie atentă, merg în urma celor care îl risipesc.

Benito Perez Galdos

Complexitatea fenomenelor monetare şi a efectelor pe care le antrenează moneda asupra economiei necesită un mod specific de organizare, caracterizat prin existenţa unor instituţii şi reglementări specifice, cu scopul monitorizării modului în care aceasta este alimentată cu monedă. De asemenea, abordarea monedei într-un cadru mai larg, în care se realizează plăţile internaţionale, fluxurile de capital şi formarea cursului de schimb, evidenţiază rolul organizării monetare şi la nivel internaţional.

5.1 Sisteme monetare naţionale

5.1.1 Abordare conceptuală şi elemente componente

La modul general, *sistemul monetar naţional* reprezintă ansamblul regulilor şi instituţiilor care vizează organizarea monetară în cadrul unui spaţiu dat. În mod tradiţional, sistemele monetare sunt administrate de stat, în cadrul politicilor economice şi se structurează în jurul a două componente esenţiale: *sistemul monedei de cont* şi *sistemul monedei de tranzacţionare.*

O altă definiţie atribuită sistemului monetar naţional vizează ansamblul instituţiilor şi reglementărilor prin care economia este alimentată cu bani. Deşi este posibil ca, în unele ţări, de mică dimensiune, să se utilizeze moneda altei ţări, totuşi în marea majoritate a cazurilor ţările îşi produc propria monedă, datorită prestigiului naţional, respectiv a posibilităţii utilizării seigneurage-ului ca furnizor de venituri bugetare şi a politicii monetare în asigurarea stabilităţii economice şi adaptarea acesteia la şocurile interne şi externe. Din acest motiv, un *sistem monetar naţional* este privit ca un set de reguli guvernamentale, care vizează rezervele monetare ale ţării şi deţinerile de bancnote şi piese metalice.

În literatura de specialitate din ţara noastră, o definiţie pe deplin acceptată este cea a academicianului Costin Kiriţescu, potrivit căruia *„sistemul monetar reprezintă ansamblul normelor legale şi al instituţiilor care reglementează, organizează şi supraveghează relaţiile băneşti dintr-un stat".*

În funcție de reglementările monetare ale fiecărei țări sunt soluționate în mod diferit și problemele care țin de organizarea monetară națională , respectiv se răspunde la următoarele întrebări:

- Ce stă la baza unui sistem monetar național?
- Cum este organizată circulația monetară?
- Cum se organizează și se dimensionează emisiunea de monedă materială și de cont?
- Cum se poate asigura, prin intermediul reglementărilor interne, stabilitatea sistemului monetar?
- Cum se organizează relațiile monetare ale unei țări cu străinătatea?

În opinia noastră, privite în dinamica lor, principalele elemente componente ale unui sistem monetar național sunt:

1. unitatea monetară;
2. baterea și punerea în circulație a monedelor cu și fără valoare intrinsecă;
3. reglementarea, emisiunea și punerea în circulație a bancnotelor;
4. emisiunea monedei scripturale;
5. cursul de schimb și reglementarea relațiilor monetare cu străinătatea.

1. **Unitatea monetară** reprezintă un atribut al instituțiilor monetare naționale. Definirea acesteia se poate realiza prin următoarele trei elemente: *valoare paritară, paritate monetară* și *curs de schimb*.

Valoarea paritară (conținutul valoric) exprimă, în mod concret, o cantitate de metal prețios, atribuită prin lege unei unități monetare. De exemplu, în anul 1933, 1$ a fost definit printr-o cantitate de 1,50463 grame aur, iar un an mai târziu printr-o cantitate de 0,888671 grame aur. În anul 1867, leul, moneda noastră națională, a fost definit prin 290 miligrame aur, iar în 1929 conținutul a fost modificat la doar 9 miligrame aur. Din anul 1944, definirea valorii paritare s-a realizat prin raportare la o altă monedă (respectiv dolarul american), care îndeplinea funcția de monedă de rezervă și de plată în cadrul Sistemului Monetar Internațional. În toate situațiile, modificarea valorilor paritare se realiza, în mod legal, prin reducerea sau sporirea cantității de aur, în funcție de care se realiza definirea unității monetare. În anii 1973-1974, în condițiile în care s-a trecut la adoptarea cursurilor de schimb flotante, s-a renunțat la valorile paritare fixe datorită rigidității acestora, a modificării lor la intervale mari de timp și a variației continue a valorii reale a monedelor, respectiv a puterii lor de cumpărare.

După renunțarea la valoarea paritară dată de conținutul în aur, țările au început să-și definească unitatea monetară *prin raportare la puterea sa*

de cumpărare, respectiv prin cantitatea de bunuri şi servicii care poate fi achiziționată cu o unitate monetară.

Paritatea monetară reprezintă raportul valoric între două unități monetare, respectiv între valorile lor paritare. Dacă valorile paritare erau definite printr-o cantitate de aur, raportul valoric dintre cele două monede se numea *paritate aur* sau *metalică* (respectiv cursul oficial). De exemplu: dacă o liră sterlină = 2,13281 g. aur şi 1$ = 0,888671 g. aur, rezultă o paritate metalică (curs oficial): $\frac{2{,}13281\text{g. aur/liră}}{0{,}888671\text{g. aur/\$}} = 2{,}39\text{\$/liră sterlină}$

În cazul în care valorile paritare erau definite printr-o altă monedă (valută), din raportarea acestora rezulta *paritatea valutară*. De exemplu:

$$\left[\begin{array}{l}\text{dacă } 1\text{FF} = 0{,}18\text{\$, iar } 1\text{DM} = 0{,}42\text{\$,} \\ \text{rezultă o paritate valutară: } \dfrac{0{,}18\text{\$/FF}}{0{,}42\text{\$/DM}} = 0{,}42\text{DM/FF sau} \\ \dfrac{0{,}42\text{\$/DM}}{0{,}18\text{\$/FF}} = 2{,}33\text{FF/DM}\end{array}\right]$$

În strânsă corelație cu paritatea monetară se află ***cursul de schimb***, prin care se compară valoric unitățile monetare.

În condițiile *parității metalice (aur)*, cursul de schimb se stabilea prin raportarea conținutului în aur al celor două monede. În condițiile *parității valutare*, cursul de schimb se determina prin raportarea conținutului în valută al acestora. În prezent, în contextul puterii de cumpărare, ca etalon al unității monetare, se calculează un curs de schimb ca paritate *a puterii de cumpărare* a monedei, prin care o monedă se compară cu altă monedă prin prisma cantității de bunuri şi servicii care pot fi achiziționate.

2. Baterea şi circulația monedelor trebuie analizată diferențiat în funcție de valoarea intrinsecă sau reprezentativă a acestora.

Astfel, *monedele cu valoare intrinsecă* (în care valoarea nominală era egală cu valoarea metalului din care era bătută) au avut o largă utilizare în perioada sistemelor monetare metaliste. Orice persoană se putea prezenta la monetăria statului cu o cantitate de metal prețios, primind în schimb monede confecționate din acel metal, ceea ce a însemnat *o batere liberă a monedelor*. Caracteristica esențială a *baterii monedelor* cu valoare intrinsecă a fost aceea că funcționa un mecanism intern de reglare a circulației monetare. Dacă cererea de monedă înregistra o tendință de creştere, atunci

prețul aurului se diminua, situație care îi stimula pe deținătorii acestuia să-l transforme în monede și invers.

Operațiunile de batere și punere în circulație a monedelor confecționate din metale comune (aramă, nichel, zinc, aluminiu) erau făcute de monetăria statului, care realiza din această activitate un venit egal cu diferența dintre valoarea nominală și valoarea reală a acestora. Preluarea de către stat a acestei operațiuni era argumentată prin necesitatea controlării cantității de monedă aflată în circulație și a evitării scoaterii din circulație a celei cu valoare intrinsecă. Și în prezent moneda divizionară este emisă de către monetăria statului, care o pune la dispoziția băncii de emisiune, fiind preluată de aceasta și reflectată în bilanț, atât în activ, cât și în pasiv. Moneda divizionară este mai puțin implicată în *alimentarea unui proces inflaționist*, întrucât orice emitere peste cantitatea necesară populației este limitată la necesitățile tranzacțiilor din economie și orice surplus de monedă divizionară este preschimbat la casieriile băncii cu bilete de bancă. Scopul monedei divizionare este de a facilita *tranzacțiile din economie*. Cu anumite ocazii, acestea pot fi tezaurizate de către colecționari, dacă sunt confecționate din metale prețioase sau atunci când circulația acestora este dificilă. În fapt, este o manifestare a Legii lui Gresham, potrivit căreia moneda rea scoate din circulație moneda bună.

3. Reglementarea și punerea în circulație a monedei de hârtie (emisiunea bancnotelor) prezintă importanță în cadrul sistemelor monetare privite în evoluția lor. Pentru punerea în circulație a acestui tip de monedă, banca centrală trebuia *inițial să dețină* în activ o cantitate de aur, emisiunea bancnotei figurând în pasivul bilanțului, ca obligație a băncii față de viitorii deținători ai acesteia.

Ulterior, pe măsură ce nivelul rezervei de aur monetar nu a mai fost suficient pentru a acoperi emisiunea unei cantități tot mai mari de bancnote, (impusă de sporirea dimensiunilor economiei), s-au introdus în rezervele băncii centrale efectele comerciale și cele publice. Treptat, pe plan internațional a început să se manifeste o încredere sporită în moneda altei țări (inițial în dolarul SUA), în bilanțul băncilor centrale apărând și valuta ca activ de rezervă, prin care era garantată emisiunea de monedă.

În materie de reglementare a emisiunii de monedă sub formă de bancnote (bilete de bancă) sunt importante două curente de gândire, respectiv *currency school* și *banking school*. În conformitate cu *prima abordare*, bancnota nu are esență monetară, reprezintă doar un substitut al aurului, iar banca centrală deține monopolul asupra emisiunii acesteia. Cea de *a doua abordare* consideră că biletul de bancă este un instrument de credit al economiei, iar emisiunea acestuia depinde de conjunctura

economică. Principalele diferențieri s-au manifestat de la o țară la alta în ceea ce privește modul de acoperire a cantității de bilete de bancă.

Acoperirea bancnotei rezulta din obligația emitentului de a deține un stoc de metal prețios, sau alte valori, care să stea la baza emisiunii. În funcție de evoluția în timp și de particularitățile reglementărilor din fiecare țară, pot fi identificate următoarele forme de acoperire: *acoperire metalică; acoperire în devize sau mijloace de plată străine; acoperire în efecte comerciale; acoperire în titluri emise de stat.*

Astfel, în cazul Angliei, acoperirea era asigurată în proporție de 100% prin bonuri de tezaur (potrivit actului din 1844: Act Peel). Pentru Banca Franței, emisiunea bancnotelor nu era limitată, întrucât acestea erau convertibile în metal monetar (până în anul 1848). În alte momente ale evoluției sistemelor monetare, cantitatea de bancnote emise era plafonată la un nivel variabil, în funcție de nevoile circulației, dependentă de creșterea produsului intern brut. În SUA, emisiunea monedei de hârtie era condiționată de o acoperire minimă în aur. Înainte de al II-lea Război Mondial, rezervele de aur de care dispuneau Băncile Sistemului Federal de Rezerve fiind considerabile, aceasta a condus la „sterilizarea" aurului, prin interzicerea utilizării unei părți a acestuia pentru acoperirea emisiunii monetare. Ulterior, după 1945, cantitatea de aur permitea acoperirea doar în proporție de 40%, respectiv 35%, a biletelor emise și a depozitelor bancare. În Belgia, stocul de aur trebuia să reprezinte 33% din angajamentele la vedere. În Elveția acest procent era de 40%, iar în Portugalia 25%. Indiferent de sistemele de acoperire adoptate, analiza reglementării emisiunii și circulației bancnotelor evidențiază rolul monetar al acestora și pe cel de instrument de credit.

În economia modernă, avantajele biletelor de bancă, respectiv ale bancnotelor, decurg din caracteristicile acestora:

- sunt rezultat al procesului de creditare în economie;
- prezintă o anumită stabilitate, care rezultă din:
  - acoperirea bancnotei;
  - convertibilitatea bancnotei;
  - prevenirea și eliminarea acțiunilor de falsificare a bancnotei.

4. Emisiunea monedei de cont (scripturală)

Moneda de cont (scripturală) sau moneda emisă de bănci este constituită din depozite la băncile comerciale, respectiv din soldurile creditoare ale agenților nebancari care sunt transmise de la unul la altul prin intermediul cecurilor, viramentelor și al altor instrumente de plată și de credit. Soldurile creditoare pot fi considerate o monedă autonomă, distinctă de biletele de bancă și de moneda divizionară.

Natura monetară a depozitelor poate fi evidențiată prin realizarea unei diferențe între următoarele tipuri de monedă:

- ***moneda centrală*** (de bază), reprezentată de moneda emisă de banca centrală, constă în biletele emise și în soldurile creditoare înscrise la această bancă în conturile băncilor comerciale și ale altor instituții de credit;
- ***moneda emisă de bănci*** (moneda de bancă) reprezentată de înscrierile în conturile curente ale băncilor comerciale deschise agenților economici și populației.

Prima *formă de monedă* este singura monedă legală, acceptată de toți participanții și în care toate celelalte forme de monedă sunt convertibile la cererea deținătorilor. Pe de altă parte, moneda înregistrată în conturile băncilor comerciale nu constituie un substituent al monedei centrale, iar emisiunea acesteia este posibilă între anumite limite.

Emisiunea de monedă de cont (scripturală) poate fi evidențiată pornind de la următorul raționament:

- *Se consideră o bancă A care deține 500 mil. u.m. de monedă centrală (de bază), rezultată posibil din următoarele situații:*
  - *depuneri realizate în conturile băncii de către populație și agenții economici deținători de monedă centrală;*
  - *modificări ale nivelului rezervei minime obligatorii, în sensul diminuării, ceea ce semnifică faptul că o parte din disponibilitățile băncii comerciale sunt deblocate de banca centrală, devenind disponibile pentru activitatea de creditare;*
  - *sume exprimate în valută sau devize, rezultat al operațiunilor de export, al rambursării unor împrumuturi acordate sau al dobânzilor încasate în valută.*
- *Indiferent de sursa de proveniență a acestor sume, se poate aprecia că banca dispune de un surplus de monedă centrală pe care îl va conserva neproductiv numai într-o anumită proporție. Astfel, în activitatea practică, băncile utilizează o parte din moneda centrală disponibilă pentru acordarea de credite agenților economici și populației, diferența fiind utilizată pentru constituirea rezervelor obligatorii, ori pentru a face față eventualelor solicitări de rambursare din partea deponenților.*

Dacă se admite că 20% din sumele exprimate în monedă centrală sunt conservate de către bancă, iar restul de 80% sunt disponibilizate prin acordarea de credite, atunci bilanțul se poate prezenta ca în tabelul 5.1.

Bilanț banca „A"

Tabelul 5.1

Activ	Pasiv
Rezerva minimă obligatorie: 100 mil.	Depozite 500 mil.
Credite acordate: 400 mil.	

Datorită acțiunii băncilor comerciale, o cantitate nouă de monedă este creată şi încorporată în economie, prin creditare, în sumă de 400 mil. Dacă, în continuare, se analizează destinația sumelor la beneficiarii creditelor, se constată că aceştia le vor utiliza pentru plata achizițiilor de materiale, a salariilor, a furnizorilor de materii prime etc. Vânzătorii produselor încasează sumele şi le depun în totalitate în conturi la bănci diverse. Astfel, în cadrul sistemului bancar apar noi depozite exprimate în monedă centrală, egale cu suma creditelor acordate de prima bancă (400 mil.). Din punct de vedere teoretic, se încearcă stabilirea unei diferențe între depozitul inițial şi depozitele rezultate din creditele acordate de prima bancă. În practică însă este imposibil de realizat o separație între cele două forme.

Fiecare dintre celelalte bănci, deținătoare ale unor sume exprimate în monedă centrală, vor acționa în mod similar cu prima bancă, în sensul că vor reține 20% pentru constituirea rezervei obligatorii şi vor utiliza restul de 80% pentru acordarea de noi credite.

Pe baza creditului acordat de banca „A", în sistemul bancar a rezultat un nivel al depozitelor de 400 mil., ceea ce din punct de vedere al bilanțului consolidat al sistemului bancar se poate reda ca în tabelul 5.2.

Bilanțul consolidat al sistemului bancar

Tabelul 5.2

Activ	Pasiv
RMO: 20% x 400 = 80 mil.	Depozite constituite: 400 mil.
Credite acordate: 80% x 400 = 320 mil.	

Un astfel de fenomen îşi sporeşte dimensiunile întrucât, dacă diferitele bănci comerciale ale unei țări acordă credite în continuare, după aceeaşi schemă, iar beneficiarii acestora au acelaşi comportament, rezultă la nivelul întregului sistem bancar o multiplicare a nivelului creditelor acordate economiei. Pentru cuantificarea *multiplicatorului creditului*, care arată până la ce nivel sporesc dimensiunile monedei scripturale, pe baza unui depozit inițial, în literatura de specialitate se utilizează două relații:

a) $m = \frac{1}{R} \times D_i$

în care:
m = multiplicatorul creditului;
R = rata rezervei minime obligatorii;
D_i = depozit inițial.

Această relație evidențiază următorul fapt: dacă o bancă nu ar reține din moneda disponibilă rezerva de lichiditate, atunci mărimea multiplicatorului ar tinde către infinit, întrucât depozitele constituite sunt utilizate în totalitate sub formă de credit.

b) $m = \frac{D_i}{R + N - R \cdot N}$, în care:

R = rata rezervei minime obligatorii;
N = proporția plăților în numerar în totalul masei monetare;
D_i = depozit inițial.

Relația **b** este mai realistă întrucât ia în considerare şi utilizarea disponibilităților sub formă de numerar N.

Pentru înțelegerea aplicabilității acestor formule sunt necesare următoarele precizări:

- ⇨ pentru ca mecanismul descris să funcționeze, trebuie admisă ipoteza conform căreia băncile al căror volum de credite se majorează trebuie să găsească, pe piață, întreprinzători decişi să apeleze la împrumuturi;
- ⇨ totodată, pentru funcționarea mecanismului, trebuie ca băncile care au posibilitatea acordării de credite să aibă voința de a profita de aceste circumstanțe. Dacă băncile au o viziune pesimistă asupra situației conjuncturale, atunci procedează la o evaluare a riscurilor aferente creditelor, adoptând o politică de aşteptare, deci de nelansare a creditelor în circulație;
- ⇨ trebuie, de asemenea, introdusă în analiză alegerea portofoliilor, atât la nivelul beneficiarilor, cât şi al distribuitorilor. În aceste condiții, multiplicatorul creditului nu permite determinarea nivelului depozitelor care apar efectiv în economie, ci numai a nivelului maxim al acestora, la un moment dat. Dacă economia parcurge o perioadă de prosperitate, iar anticipările sunt favorabile, atât la nivelul băncii, cât şi al agenților economici, se poate admite că volumul efectiv al depozitelor create coincide cu nivelul maxim al acestora.

Reluând exemplul precedent, se poate demonstra cum se multiplică volumul creditelor acordate pe baza depozitului inițial constituit din „moneda centrală".

Multiplicarea creditului

Tabelul 5.3.

Utilizări	Depozite	Credite acordate	Rezerva obligatorie
1	Depozit inițial 500 mil.	400 mil.	100 mil. (20%)
2	400 mil.	320 mil.	80 mil.
3	320 mil.	256 mil.	64 mil.
4	256 mil.	204,8 mil.	51,2 mil.
5	204,8 mil.	163,84 mil.	40,96 mil.
- - - -			
n	$\sum_{i=1}^{n} n$ *depozite*	$\sum_{i=1}^{n} n$ *credite acordate*	$\sum_{i=1}^{n}$ *rezerva minimă*

Multiplicatorul creditului are valoarea:

$$M = \frac{1}{20\%} \cdot 500\,\text{mil.} = 2.500\,\text{mil.}$$

Dacă se consideră că titularii de credite solicită o parte a disponibilităților sub formă de numerar reprezentând un procent de 15%, atunci nivelul multiplicatorului creditului devine:

$$m_{cr} = \frac{500\,\text{mil.}}{20\% + 15\% - 20\% \cdot 15\%} = \frac{500\,\text{mil.}}{0{,}35 - 0{,}003} = 1562{,}5\,\text{mil.}$$

Rezultatul indică o diminuare considerabilă a nivelului maxim al creditelor, ca urmare a luării în calcul a coeficientului plăților în numerar (numit și *coeficient de fugă*).

În realitate, fenomenul multiplicării creditului prezintă anumite ***limite***, care decurg din următoarele aspecte:

- în economie se utilizează în proporție sporită moneda sub formă de numerar;
- pentru ca băncile să dețină depozite de monedă centrală, generatoare de alte depozite, este necesar ca aceasta să fie obținută pe calea refinanțării de la banca centrală;
- acordarea creditelor în economie nu reprezintă un proces desfășurat întâmplător, ci se află în permanență sub controlul autorităților monetare, datorită dezechilibrelor inflaționiste care pot fi generate.

5. Cursul de schimb şi reglementarea relaţiilor cu străinătatea reprezintă o componentă importantă a unui sistem monetar naţional.

La modul general, monedele naţionale se pot utiliza, legal, doar pentru efectuarea de tranzacţii în interiorul ţării, excepţie de la regulă manifestându-se numai în cazuri de crize grave sau hiperinflaţie. În astfel de situaţii se acceptă utilizarea altor monede decât cea naţională, care îşi pierde prea repede valoarea, după cum s-a constatat în cazul unor ţări slab dezvoltate sau emergente unde utilizarea dolarului a condus la fenomenul dolarizării economiilor lor în anii '90.

Tranzacţiile cu străinătatea implică schimbul monedelor din câte două ţări. Condiţiile actuale ar necesita stabilirea unui mare număr de cursuri de schimb, dar, din totalitatea monedelor, operatorii pe pieţele valutare utilizează maxim 20%, ceea ce semnifică faptul că nu toate monedele îndeplinesc funcţiile de mijloc de plată, unitate de cont şi rezervă de valoare pe plan internaţional.

Pentru monedele care au valoare scăzută, sunt instabile sau nu se manifestă cerere pe piaţa internaţională, deţinătorii doresc o debarasare cât mai grabnică. Există şi situaţia în care, pentru a nu se ajunge la cursuri de schimb foarte reduse, autorităţile monetare naţionale interzic accesul pe piaţa valutară internaţională, prin decretarea neconvertibilităţii monedei (aşa cum a fost cazul monedelor ţărilor din vechiul bloc estic până în anii '90).

Preferinţa pentru utilizarea unei alte monede decât cea naţională este dependentă de anticipările pe care le fac operatorii cu privire la evoluţia cursului ei de schimb, în decursul unei perioade de timp.

Cursul de schimb reprezintă preţul unei monede exprimat într-o altă monedă, nivelul acestuia rezultând din confruntarea cererii cu oferta care evoluează în timp şi conduce la determinarea unui preţ de piaţă.

Mulţimea utilizatorilor de valute demonstrează că nivelul cursului de schimb sau al paritătii monedei naţionale faţă de o alta le afectează activitatea. Instrumentul care reflectă mişcările de monedă între o ţară şi alte ţări este balanţa de plăţi, iar utilizatorii de valută sunt agenţii economici implicaţi în operaţiunile de export-import, băncile care efectuează operaţiuni pe cont propriu sau în numele clienţilor şi statul, care intervine pe piaţa internaţională pentru obţinerea de împrumuturi externe şi pe piaţa internă pentru susţinerea monedei naţionale.

Anticipările agenţilor economici pe piaţa valutară se realizează în funcţie de o multitudine de variabile macroeconomice, iar din punct de vedere teoretic acestea sunt incluse în: a) teoria paritătii puterii de cumpărare; b) teoria paritătii ratelor de dobândă.

În cadrul teoriei paritătii puterii de cumpărare se porneşte de la *legea preţului unic*, ca bază a comerţului internaţional şi care explică arbitrajele

internaționale. Dacă toate țările și-ar exprima prețurile naționale în aceeași valută comună și de referință, atunci ar fi posibilă comparația între prețul bunurilor și serviciilor, ceea ce i-ar determina pe agenții economici să cumpere din țările cu prețuri mai mici și să vândă în cele cu prețuri mai mari. Astfel, prin practica arbitrajului, s-ar ajunge la egalitatea de prețuri exprimate într-o monedă comună.

Această teorie susține că o țară nu poate alege un curs de schimb în mod independent de rata inflației, respectiv, dacă prețurile naționale cresc cu 5%, atunci și cursul de schimb al monedei naționale față de o valută va crește cu 5%, astfel că deprecierea internă a monedei este însoțită de o depreciere externă a acesteia.

Nivelul cursului de schimb este influențat de un ansamblu de factori, ale căror efecte sunt complexe și în continuă intercondiționare (politică monetară, balanța de plăți, deficitul bugetar, prețurile practicate la export și la import etc.), ceea ce explică variabilitatea diferită a cursului de schimb al monedelor a două țări, pe de o parte, și cea a indicelui prețurilor de consum, pe de altă parte.

Cursul de schimb al unei monede față de cel al altei monede poate fi interpretat și ca **putere de cumpărare externă** a monedei.

Din punct de vedere al elementelor luate în calcul pentru determinarea cursurilor de schimb, poate fi stabilită distincția dintre **cursul nominal** și **cursul real**, semnificația acestora fiind următoarea:

- cursul nominal exprimă prețul unei monede în raport cu o altă monedă și are importanță din punct de vedere monetar, întrucât măsoară prețurile relative pentru două monede naționale;
- cursul real exprimă prețul monedelor naționale, ca relație între prețurile bunurilor și serviciilor în diferite țări.

Pentru determinarea cursului real al unei monede X, în raport cu o altă monedă Y, propunem un exemplu care evidențiază:

- produsele comercializate în cele două țări și care intră în coșul zilnic al bunurilor de consum;
- prețurile produselor exprimate în moneda fiecăreia dintre țări;
- stabilirea unui curs de schimb pentru fiecare produs, ca raport al prețurilor din cele două țări (curs de revenire);
- determinarea cursului de schimb ca medie a cursurilor de revenire ale produselor comercializate, ponderat cu participarea acestora în totalul tranzacțiilor.

Cursul real al monedei X în raport cu moneda Y

Tabelul 5.4

Produse comercializate	Prețul produselor exprimate în moneda X	Prețul produselor exprimate în moneda Y	Curs de revenire = pret X / pret Y	Ponderea fiecărui produs în total tranzacții	Media ponderată
A	1570	1080	1,4 X/Y	30%	1,45x30% = 0,435
B	800	1150	0,69 X/Y	18%	0,69x18% = 0,124
C	320	180	1,77 X/Y	20%	1,77x20% = 0,354
D	690	930	0,74 X/Y	14%	0,74x14% = 0,103
E	1200	760	1,57 X/Y	10%	1,57x10% = 0,157
F	2500	1970	1,26 X/Y	8%	1,26x 8% = 0,108
				100%	∑ = 1,281; 1Y=1,281X

Rezultatele exprimă prețul monedei X în raport cu moneda Y, respectiv o unitate monetară din țara Y valorează 1,281 unități monetare din țara X.

Teoria *parității ratelor de dobânzi* se bazează pe izolarea aspectelor pur financiare ale cursului de schimb şi punerea în evidență a cauzalității dintre rata dobânzii şi cursul de schimb. În esență, această teorie arată că nivelul cursului de schimb este la paritate dacă diferența dintre ratele de dobândă din cele două țări este compensată de diferența dintre rata de dobândă la termen şi cea la vedere.

Cele două *abordări teoretice* au deci un rol important în dezbaterile pe tema *cursului flotant (liber)* comparativ cu *cursul de schimb fix (administrat).*

Un *curs de schimb flotant (liber)* rezultă din confruntarea cererii cu oferta pe piața valutară, în timp ce un *curs fix* este determinat după criterii de politică monetară, în ambele cazuri cursul fiind reflectarea unor caracteristici ale pieței.

Dacă, în primul caz, *cursurile libere* sunt expresie a funcționării pieței şi sunt generate de riscuri legate de anticipările operatorilor, în cel de-al doilea caz, problema principală este de a cunoaşte *cum se alege rata oficială de schimb*, respectiv cursul valutar.

De-a lungul timpului, această alegere a prezentat mai multe variante:

- în perioada etalonului aur, paritatea a rezultat din raportul între două cantități de aur;
- ulterior, când singura monedă convertibilă în aur a fost dolarul, s-a practicat o rată de schimb compatibilă cu PPA;
- țările est-europene au practicat rate de schimb diferite în funcție de natura operațiilor economice (exporturile şi importurile în fosta URSS antrenau cursuri diferite).

În pofida denumirii *curs de schimb fix*, acesta nu este la modul strict fix, noțiunea nesemnificând invariația cursului, ci faptul că acesta nu rezultă din jocul pieței. Cursul oficial poate fi modificat dacă se dorește utilizarea lui în înfăptuirea politicii economice, prin operațiuni de apreciere sau depreciere a monedei, ceea ce antrenează efecte asupra soldului balanței comerciale.

Avantajele unui curs fix se pot formula astfel:

- prin practicarea de cursuri fixe se obține stabilitatea internă, datorită posibilității de a se trece peste crizele monetare;
- stabilitatea cursului favorizează comerțul internațional;
- cursurile fixe împiedică speculațiile la care ar putea recurge operatorii, limitând astfel riscurile de curs valutar.

Spre deosebire de cursurile fixe asupra cărora se poate interveni pe termen scurt, cursurile flotante sunt stabilite pe piața valutară fără intervenția autorităților. Dacă se produc dezechilibre monetare, atunci cursurile flotante se ajustează prin variații continue ale prețului monedelor, spre deosebire de ajustările discontinue și brutale în cazul cursurilor fixe.

Dintre *avantajele și limitele cursurilor flotante* reținem:

- îndeplinesc funcția de **amortizare**: atunci când o țară își majorează sau diminuează masa monetară, nu se manifestă efectul de contagiune. Mai mult, politicile monetare ale țărilor sunt independente unele față de altele, ca urmare a efectului de „insulă" sau izolare;
- în unele situații, sistemul de cursuri flotante se aplică cu reticență din următoarele motive:
  - sancționează o politică economică nefavorabilă comunității internaționale;
  - responsabilii politicii monetare își pot ascunde unele eșecuri în spatele utilizării unui sistem de cursuri administrate, fixe, aspect imposibil atunci când se utilizează cursurile flotante;
- cursurile flotante acordă prioritate pieței, respectiv agenților economici și judecăților acestora, astfel încât cursul se formează liber pe piață din punct de vedere teoretic, dar autoritățile monetare intervin sporadic pentru corijarea parității, atunci când aceasta nu este acceptabilă. Intervențiile autorităților nu conduc la modificări importante ale nivelului cursului, întrucât țările au concepții economice diferite. Rezultă astfel că, în prezent, cursurile flotante sunt impure, deci nu sunt lăsate doar la dispoziția factorilor pieței.

Cursurile flotante nu ridică problema credibilității pentru banca centrală, care nu se angajează, prin promisiuni, în menținerea cursului de schimb între anumite limite. De asemenea, cursul flotant permite adoptarea

convertibilității depline. Cursul flotant poate fi analizat, din punctul de vedere al deținerii sau non-deținerii de rezervă străină de către banca centrală, ca un curs de schimb flotant **pur** și un curs de schimb **impur**.

Cursul de schimb flotant este **pur** atunci când banca centrală nu deține valută străină, întrucât nu intervine pentru a influența cursul de schimb, și este impur atunci când băncile centrale intervin pe piață pentru dirijarea cursului, prin vânzarea-cumpărarea de valute străine. Este cazul intervențiilor speculative ale băncilor centrale pe piața valutară.

În afara cursurilor fixe și flotante se mai practică și cele denumite **crowling peg,** care reprezintă aprecierea sau deprecierea monedei cu pas fix, conform unei planificări anume. Cursurile „crowling peg" prezintă avantajul că nu impun costuri mari asupra economiei. Dacă anticipările inflaționiste domină comportamentul agenților economici, atunci acest sistem „crowling peg" reduce transferurile de avere și limitează efectele inflației.

5.1.2 Evoluții ale sistemelor monetare naționale

În funcție de elementele componente ale sistemelor monetare, s-au putut identifica, de-a lungul evoluției lor, următoarele tipuri:

- **sisteme monetare metaliste;**
- **sisteme monetare nemetaliste.**

5.1.2.1 Sisteme monetare metaliste

Sistemele montare metaliste au avut la bază metalul monetar, respectiv valoarea atribuită prin lege unei unități monetare era definită în raport cu metalul monetar, în funcție de care se poate realiza distincția între bimetalism și monometalism.

Bimetalismul. Pentru funcționarea acestui sistem, era fundamentală baterea monedelor din două metale, putându-se face distincția între **bimetalism integral** și **bimetalism parțial.** În bimetalismul integral moneda se bătea liber, atât în aur cât și în argint, cu un raport legal de 1/15,5 (o cantitate de aur echivala cu o cantitate de argint de 15,5 ori mai mare). În cadrul bimetalismului parțial monedele erau confecționate numai din aur, moneda se bătea în mod nelimitat din acest metal, iar puterea liberatorie a monedelor era deplină.

Bimetalismul a fost adoptat în Anglia în 1716 și a fost menținut timp de un secol, în Franța în 1803 și a fost menținut până în 1890. SUA au adoptat bimetalismul în anul 1792 și a durat până în anul 1834, iar dolarul a

fost definit prin 371,25 g de argint şi 27,75 g aur, semnificând o paritate de 15,5 la 1.

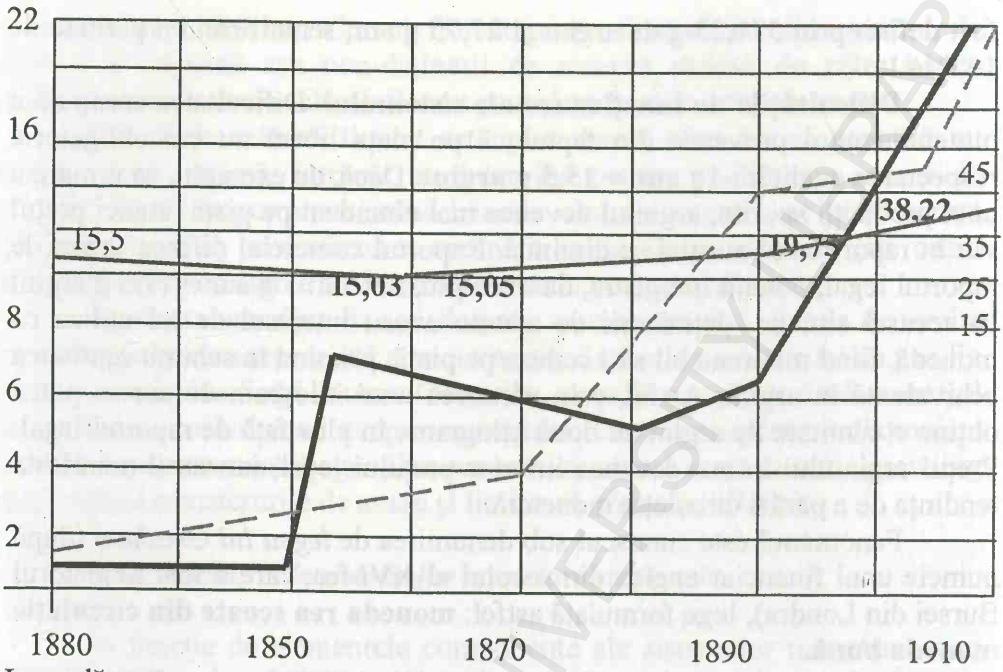
Dificultăţile de funcţionare ale sistemului. Dificultatea esenţială a bimetalismului provenea din faptul că pe piaţa liberă nu era obligatorie respectarea egalităţii **1g aur = 15,5 g argint**. Dacă, de exemplu, ca urmare a unei producţii sporite, argintul devenea mai abundent pe piaţă, atunci preţul său în raport cu al aurului se diminua. Raportul comercial diferea atunci de raportul legal, putând înregistra, de exemplu, nivelul: 1 g aur = 17,5 g argint. În această situaţie, deţinătorii de aur nu aveau interesul de a-l utiliza ca monedă, fiind mai rentabil să-l cedeze pe piaţă, primind în schimb cantitatea echivalentă în argint. Astfel, prin vânzarea unui kilogram de aur se putea obţine o cantitate de argint cu două kilograme în plus faţă de raportul legal. Preţul argintului în aur devenea inferior preţului legal, iar aurul manifesta tendinţa de a părăsi circulaţia monetară.

Fenomenul este cunoscut sub denumirea de *legea lui Gresham* (după numele unui financiar englez din secolul al XVI-lea, care a fost fondatorul Bursei din Londra), lege formulată astfel: **moneda rea scoate din circulaţie moneda bună.**

În decursul primei jumătăţi a secolului al XIX-lea, aurul şi argintul au fost, pe rând, atât moneda rea cât şi moneda bună, fără ca raportul de piaţă să se abată considerabil de la cel legal. Însă, odată cu descoperirea de noi zăcăminte de aur în a doua jumătate a secolului, argintul devine moneda bună, datorită raportului comercial între cele două metale, care se modifica în favoarea argintului. Piesele din acest metal aveau, atunci, tendinţa de a ieşi din circulaţie.

Confruntate cu astfel de probleme, autorităţile din ţările respective (Franţa, Italia, Belgia, Elveţia) s-au reunit la Paris în anul 1865, cu scopul adoptării unor măsuri corespunzătoare: transformarea aurului în monedă rea. Ulterior, după crearea Uniunii Monetare Latine, din anul 1870, situaţia a evoluat în favoarea aurului, ceea ce a condus la un flux de argint către ţările membre ale Uniunii. Oficial, bimetalismul a fost abandonat de Franţa în 1865 şi înlocuit de monometalism.

Deprecierea argintului în raport cu aurul a avut drept consecinţă abandonarea argintului ca etalon monetar, în contextul unor reforme monetare, care au creat condiţii pentru adoptarea monometalismului aur.



Graficul 5.1 Relația dintre producția de aur și prețurile metalelor monetare

Monometalismul. Comparativ cu sistemul precedent, în cadrul monometalismului, rolul de metal monetar a fost îndeplinit fie de aur, fie de argint. Marea Britanie a adoptat monometalismul în anul 1816, SUA în 1853, Portugalia în 1854, Germania în 1873, Rusia și Japonia în 1897.

Atunci când metalul monetar (etalonul monetar) a fost reprezentat de argint, sistemul a fost denumit „silver standard", iar în cazul folosirii aurului ca metal monetar denumirea sistemului a fost „gold standard", acesta fiind cel mai răspândit sistem monometalist. Au existat și încercări de a folosi, ca bază a sistemului monetar, platina, dar datorită raritații și a valorii ridicate s-a renunțat la acest metal.

Indiferent de formele pe care le-a cunoscut, monometalismul aur a prezentat o serie de inconveniente. Dintre acestea se remarcă următoarele aspecte:

- cantitatea de aur disponibil a avut caracter limitat, comparativ cu necesitățile de monedă ale economiei, iar utilizarea aurului în calitate de marfă antrena efecte asupra nivelului rezervelor, conducând la scăderea continuă a prețului acestuia;

- creşterea valorii monedei, concretizată în scăderea preţurilor, modifica echilibrul din economie, iar agenţii economici beneficiau de scăderea preţurilor, întrucât puterea lor de cumpărare sporea;
- monometalismul bazat pe aur a fost în măsură să garanteze stabilitatea monetară datorită faptului că antrena o scădere a preţurilor. Datorită rarităţii aurului în cadrul acestui sistem, se putea opta pentru argint care, existând în cantităţi importante, permitea evitarea scăderii preţurilor.

Monometalismul aur a cunoscut următoarele forme:

a) sisteme monetare bazate pe etalonul aur – monedă *(gold specie standard);*

b) sisteme monetare bazate pe etalonul aur – lingouri *(gold bullion standard);*

c) sisteme monetare cu acoperire mixtă (aur şi devize) denumite *gold exchange standard.*

a) Sistemele bazate pe etalonul aur–monedă s-au diferenţiat de celelalte sisteme prin următoarele:

- au reprezentat forma clasică a etalonului aur;
- aurul circula, în interiorul ţării şi în relaţiile cu alte state, sub formă de monede;
- baterea monedelor de aur, în cadrul acestui sistem, era nelimitată;
- în circulaţie existau bancnote liber convertibile în aur, la preţul stabilit de către stat;
- masa monetară se adapta la necesităţile economiei prin baterea monedelor de aur şi tezaurizarea lor.

Sistemul monetar bazat pe acest etalon era rigid şi presupunea existenţa unor stocuri de aur, implicând şi cheltuieli importante. Insuficienţa cantităţii de aur comparativ cu dimensiunile producţiei a condus la renunţarea la acest etalon, în anii premergători primului război mondial, cu excepţia SUA unde s-a menţinut până în anul 1923.

b) Sistemele bazate pe etalonul aur–lingouri s-au caracterizat prin următoarele:

- în circulaţie se aflau bancnote convertibile în lingouri (1 lingou = 400 uncii aur, respectiv 12,44 kg aur);
- convertibilitatea era limitată (erau convertibile numai sumele cu valoarea cel puţin egală cu a unui lingou);
- aurul era folosit în relaţiile de plăţi internaţionale;
- băncile de emisiune au concentrat cantităţi importante de aur monetar;

BCU IAŞI CENTRUL UNIVERSITAR

- băncile centrale interveneau pe piață, urmărind echilibrarea masei monetare în funcție de variația stocului de aur. În perioada crizelor economice, sistemul monetar s-a caracterizat printr-o instabilitate accentuată;
- bancnotele convertibile aveau acoperire în aur monetar numai în proporție de 30% - 40%.

Acest sistem a fost considerat un *etalon aristocratic* care a avantajat categoriile bogate, respectiv pe deținătorii de sume importante (cel puțin 1557£ în Anglia, în anul 1925, și cel puțin 215.000 FF în Franța în 1928); a funcționat o perioadă scurtă de timp.

c. Sistemele bazate pe etalonul aur – devize. Caracteristic acestor sisteme monetare a fost ca moneda în circulație să fie garantată atât cu metal prețios (aur), cât și cu titluri de creanță în moneda străină, numite devize.

- unitatea monetară a fiecărei țări era definită printr-o anumită cantitate de aur sau printr-o valută;
- în circulație existau numai bancnote convertibile în devize, care erau ulterior convertibile în aur, deci nu se mai manifesta o legătură directă între cantitatea de monedă aflată în circulație și cantitatea de aur monetar deținută de banca centrală;
- o astfel de organizare a generat o stare de dependență a sistemelor monetare din țările mai puțin dezvoltate.

Sistemul monetar bazat pe etalonul aur – devize a funcționat, potrivit principiilor stabilite, până la apariția fenomenelor de criză a dolarului care s-a depreciat puternic în raport cu aurul, cu începere din anul 1960. Evenimentele monetare petrecute în anii '70 referitoare la evoluția monedelor (prin majorarea marjei de fluctuare la ± 2,5%) și, ulterior, renunțarea la cursurile fixe au condus la renunțarea organizării monetare pe baza etalonului aur – devize.

5.1.2.2 Sisteme monetare nemetaliste (actuale)

Sistemele monetare nemetaliste s-au caracterizat prin eliminarea aurului din definirea unității monetare și înlocuirea acestuia cu o valută recunoscută ca activ de rezervă al băncilor centrale (de regulă cu dolarul sau cu o valută coș DST – ca monedă a FMI).

În prezent, definirea unităților monetare se realizează prin puterea de cumpărare a acestora, respectiv prin cantitatea de bunuri și servicii care pot fi achiziționate cu o unitate monetară. Cuantificarea acestui etalon este posibil de realizat prin determinarea puterii de cumpărare a monedelor, pe baza indicilor de preț și, ulterior, a cursurilor de schimb între monedele diferitelor țări.

De asemenea, sistemele monetare actuale sunt mai complexe decât cele bazate pe etalonul – aur şi prezintă mai mare elasticitate comparativ cu acestea, iar folosirea unor cursuri flotante reflectă realitatea obiectivă în care se află moneda naţională pe pieţele valutare.

Indicele puterii de cumpărare I_{pc} se determină ca raport invers al indicelui preţurilor de consum şi permite cuantificarea cantităţii de bunuri şi servicii care pot fi achiziţionate cu o unitate monetară. Indicele preţurilor de consum reprezintă valoarea unui coş de bunuri şi servicii specifice (diferenţiate pe grupe) şi reflectă preferinţele consumatorilor. Indicele reprezintă, potrivit relaţiei de calcul, raportul dintre valoarea „coşului" de bunuri şi servicii exprimate în preţurile anului curent şi valoarea aceloraşi bunuri şi servicii din „coş" exprimate în preţurile anului de bază.

$$I_p = \frac{\sum_{i=1}^{n} qi_0 \cdot pi_1}{\sum_{i=1}^{n} qi_0 \cdot pi_0},$$

În această relaţie semnificaţia notaţiilor este următoarea:

qi = cantitatea de bunuri şi servicii din componenţa coşului (identică în ambele perioade)

pi = preţurile curente şi ale anului de bază

Analiza unei serii de date referitoare la indicii preţurilor permite determinarea gradului de apreciere sau depreciere internă a monedei prin stabilirea indicelui puterii de cumpărare ca invers al indicelui preţurilor.

$$I_{pc} \frac{1}{I_p}$$

I_{pc} arată cât şi-a păstrat moneda din puterea ei de cumpărare iniţială.

BCU IAŞI/CENTRALA UNIVERSITARĂ

5.1.3 Evoluții ale circulației monetare în România

Până la înființarea Sistemului monetar național (1867) în Țările Române au circulat monede românești, dar și străine:

- primele monede românești au fost emise în vremea lui Vladislav Vlaicu (1364–1377), având denumirea de **ducați** (1 ducat = 1,05 grame argint); **dinari** (1 dinar = 0,70 grame argint, respectiv 2/3 ducați); și **bani** (1 ban = 0,35 grame argint, ½ dinari și 1/3 ducați). În perioada 1386–1418, valoarea ducatului a fost ajustată la 0,35 grame argint.
- în Moldova au circulat monedele denumite **gros** (0,30 grame argint), iar în perioada 1562-1563 talerii de argint și ducații de aur.
- în Transilvania, în circulație erau monedele confecționate din aur și argint (ducații și talerii).

Totodată circulau și monedele străine, dintre care mai utilizate au fost: ducatul venețian (în Moldova), florinul sau ducatul maghiar (în Moldova și Transilvania), precum și talerii – leu, care au generat denumirea *leu*. În secolul al XVII-lea, leul era o monedă de cont, fără circulație efectivă.

În anul 1867 s-a adoptat legea prin care s-a înființat Sistemul monetar național. Moneda națională adoptată a fost **leul**, definit prin 5 grame argint și 322 miligrame aur. Denumirea de *leu* provenea de la moneda olandeză **loventhalerul** (thalerul cu leu), o piesă din argint din secolul al XVI-lea care avea pe verso-ul monedei un leu. Această monedă a fost bine acceptată în conștiința populară, încât a fost adoptată și în Bulgaria (leva), Albania (leka). Odată cu plecarea europenilor în America, thalerul olandez a ajuns până acolo, denumirea lui fiind transformată în **dhaler** și apoi în **dolar.**

Principalele momente ale evoluției **leului** au fost următoarele:

- în anul 1929, prin legea monetară leul este devalorizat la echivalentul de 10 miligrame aur;
- anul 1947: aduce stabilizarea monetară prin care 1 leu nou = = 20000 lei vechi;
- anul 1952: 1 leu nou = 20 lei vechi;
- anul 2005: se produce denominarea leului: 1 leu nou = 10000 lei vechi; totodată codul internațional al leului s-a transformat din ROL în RON.

5.1.4 Consiliul monetar

După opiniile specialiştilor, dezavantajele cursurilor de schimb fixe sau a celor flotante pot fi eliminate prin adoptarea sistemului monetar bazat pe Consiliul Monetar. Întrucât în ultimii ani această idee a fost susținută şi în România, este necesară prezentarea elementelor definitorii ale unei asemenea instituții monetare.

Consiliul monetar reprezintă o autoritate care emite bancnote şi monedă metalică acoperite într-o proporție de 100% în valută străină (denumită ancoră) deplin convertibilă, la un curs de schimb fix. Un consiliu monetar permite păstrarea unor cursuri de schimb stabile față de **valuta ancoră** sau față de **aur** şi deține, sub formă de rezerve, active cu grad de risc scăzut: obligațiuni şi alte active exprimate în valută ancoră. Consiliile monetare au funcționat înainte de sistemul de la Bretton Woods în țările aflate în curs de dezvoltare şi, în special, în coloniile britanice. Odată cu afirmarea suveranității lor în anii '50 – '60, aceste țări au înlocuit consiliile monetare cu sistemul monetar bazat pe banca centrală.

Referitor la modalitatea de implementare a Consiliului monetar au fost evidențiate două soluții, şi anume: fie prin transformarea băncii centrale direct în Consiliu monetar, fie prin înființarea unui Consiliu Monetar care să funcționeze în paralel cu banca centrală. În această a doua variantă, Consiliul monetar coexistă cu banca centrală şi emite propria sa monedă, care circulă paralel cu moneda emisă de autoritatea monetară.

Din punct de vedere tehnic, o altă problemă este cea referitoare la determinarea nivelului stocului inițial, în valuta de rezervă. Atunci când banca centrală se transformă în Consiliu monetar, nivelul rezervelor valutare trebuie să acopere în proporție de 100% masa monetară aflată în circulație. În situația în care Consiliul coexistă cu banca centrală, volumul rezervelor trebuie să fie la un nivel suficient, pentru a fi susținută credibilitatea instituției monetare (cazul Argentinei este semnificativ, în sensul că valuta de rezervă reprezintă 66% din baza monetară). Variațiile în nivelul rezervelor valutare sunt riscante , întrucât antrenează modificări în nivelul ratelor de dobândă şi în nivelul lichidității pe piața monetară.

Moneda emisă poate fi deținută de populație şi de băncile din sistemul bancar, nevoile sporite de numerar putând fi satisfăcute prin vânzări de active lichide din rezerva Consiliului monetar. Emisiunea de monedă antrenează costuri (asemenea operațiunilor de tipărire a bancnotelor şi de batere a monedei metalice ale băncii centrale), la care se adaugă cheltuielile cu salariile şi cu transportul monedei. Estimările în acest domeniu subliniază că nivelul de emisiune monetară nu depăşeşte 1% din valoarea activelor deținute de Consiliul monetar.

În prezent sunt în funcțiune 14 consilii monetare, în zece cazuri valuta ancoră fiind reprezentată de dolarul american, în trei cazuri de moneda euro (înlocuitoarea mărcii germane) şi într-un singur caz de dolarul singaporez. Astfel, Argentina, Antigua, Brunei, Djibouti, Republica Dominicană şi Grenada, St. Kitts şi Nevis, St. Lucia, St. Vincent şi Grenadines, Hong Kong şi Lituania sunt țări a căror valută este dolarul american; Bosnia, Bulgaria şi Estonia sunt țări care la adoptarea Consiliului monetar şi-au legat moneda de marca germană (iar în prezent euro), iar Brunei a adoptat ca monedă de rezervă dolarul din Singapore.

Aceste țări au înregistrat succese imediate după adoptarea Consiliului monetar, însă nu au asigurat stabilitatea financiară pe termen lung. Argentina şi-a redus inflația de la 2000% în anul 1991 la 5% în anul 1995; Bulgaria şi-a stabilizat moneda, iar indicele general al prețurilor a scăzut, de la 600% în anul 1997 la mai puțin de 10% în anul 1999. De asemenea, şi situația Estoniei s-a îmbunătățit în sensul reducerii ratei inflației de la 47% la mai puțin de 10%.

Pentru a influența lichiditatea din sistemul bancar, consiliile monetare au utilizat anumite instrumente de politică monetară şi anume: rezervele minime obligatorii şi operațiunile pe piața monetară.

Rezultă, astfel, că *varianta Consiliului monetar* trebuie adoptată în funcție de condițiile economice, sociale şi politice specifice fiecărei țări şi numai în cazurile în care situația monetară nu mai poate fi controlată altfel. Deşi rezultatele înregistrate în țările care au adoptat această instituție sunt favorabile, în special în domeniul inflației, al cursului de schimb şi al consolidării poziției externe a țării, totuşi practica evidențiază o anumită inconsistență a politicilor monetare practicate, precum şi crearea unui sistem monetar de tip hibrid, bazat pe plusul de credibilitate al Consiliului monetar, precum şi pe principiile intervenționiste ale băncii centrale.

Într-o altă abordare, *varianta Consiliului monetar* poate fi privită ca o pierdere a independenței în înfăptuirea politicii monetare, întrucât în general sediul central al acestei instituții se află în afara granițelor, în țara emitentă a valutei ancoră sau într-un alt centru financiar internațional. Prezintă importanță în acest sens şi organismul de conducere al Consiliului directorial, alcătuit dintr-un număr de 3-8 membri, dintre care unii străini, desemnați în funcție pe perioade determinate de timp. De asemenea, o limită a Consiliului monetar se manifestă în cazurile fluctuației puternice a valutei ancoră, ceea ce necesită menținerea relațiilor de parteneriat comercial cu țara respectivă, în caz contrar apărând distorsiuni puternice pe plan economic.

Pentru a evidenția avantajele sau limitele acestei instituții, comparativ cu cele ale băncii centrale, s-au realizat studii care nu au luat în

considerare cazurile ideale (Bundesbank sau Sistemul Federal de Rezerve), ci pe acelea din țările aflate în curs de dezvoltare, cazul tipic de Consiliu monetar fiind cel al Hong Kong-ului.

Analizele comparative evidențiază că există mai puține dezavantaje pentru economie dacă operează cu un Consiliu monetar comparativ cu sistemul monetar bazat pe banca centrală. Un dezavantaj al Consiliului monetar este acela că nu poate asigura disciplina financiară a economiei. Țara care adoptă acest mecanism este vulnerabilă însă la evoluția inflației din țara emitentă a monedei de referință. Costul economic al pierderii independenței în formularea politicii monetare poate fi, de asemenea, mare și nu este justificat întotdeauna de rezultatele obținute în combaterea inflației. În cazul concret al Argentinei, depozitele bancare au scăzut cu 18%, iar prin fenomenul de substituție monetară (moneda națională înlocuită cu dolarul) s-a înregistrat o scădere accentuată a masei monetare, PIB-ul a scăzut cu 5%. Pentru a împiedica o criză financiară de proporții și pentru a menține în funcțiune Consiliul monetar, instituțiile financiare internaționale au acordat Argentinei în 1996, un sprijin de 5 miliarde dolari.

Ideea Consiliului monetar a fost susținută și datorită slăbiciunilor sistemului băncii centrale, din punctul de vedere al relației politice cu guvernul și al modului de adoptare a deciziilor de politică monetară.

Performanțele consiliilor monetare în funcțiune implementate în decursul anilor '90 evidențiază că țările respective au combinat avantajele băncilor centrale cu cele ale Consiliului monetar, ceea ce a condus la apariția unui sistem hibrid care nu a permis folosirea instrumentelor de politică monetară și nici utilizarea cursurilor de schimb pentru corecția dezechilibrelor din balanța de plăți.

O altă concluzie care mai poate fi formulată este aceea că organizarea monetară, tip Consiliu monetar sau bancă centrală, reprezintă un factor secundar de influență asupra stării economiei, rolul hotărâtor îndeplinindu-l politicile macroeconomice, stabilitatea și coerența acestora.

Consiliul monetar este un aranjament care se bazează pe legarea bazei monetare de variațiile din balanța de plăți și reprezintă o alternativă la soluțiile privind independența băncii centrale și la regulile monetare din sistemul acesteia.

Orientarea țărilor care au fost afectate de puternice crize financiare către Consiliul monetar poate fi explicată și prin compararea beneficiilor acestuia cu costurile antrenate. Astfel, printre beneficii se încadrează: credibilitatea sporită, performanțe în domeniul inflației, creșterea economică etc. Din punctul de vedere al costurilor trebuie evidențiate: politica de credite restrictivă; expunerea economiei la șocuri din lipsa instrumentelor

alternative de politică economică; absența flexibilității în domeniul cursului de schimb etc.

În tabelul 5.6 sunt redate valorile principalilor indicatori macroeconomici înregistrate în țările care au adoptat consilii monetare.

Tabelul 5.5

Indicatori	Țara	Anul t-1	Anul t al adoptării CM	Anul t+1	Anul t+3	Anul t+6
Inflația IPC%	Argentina	2314	172	24,6	4,3	0,5
	Estonia	211	1069	89,8	28,8	11,06
	Lituania	410	72,1	39,71	8,95	8,06
	Bulgaria	123	1095	30,0		
Creșterea PIB%	Argentina	0,1	10,5	10,3	8,5%	-4,6
	Estonia	-11,8	19,3	-8,5	3,8%	7,5
	Lituania	-30,4	1	3	3,8%	6
	Bulgaria	-10,9	-5,7	3,5	4,5%	
Rezerve nete străine (mil.dolari)	Argentina	-3121	-1093	8393	11809	13452
	Estonia	112	225	317	484	705
	Lituania	418	431	559	794	dn
	Bulgaria	883	2289	dn	dn	dn
Masa monetară M2 (mild.u.m)	Argentina	7913	19097	31030	51988	6173
	Estonia	2383	3978	6140	10378	19509
	Lituania	2673	4353	5568	7221	
	Bulgaria	1245	3308			
Rata șomajului	Argentina	9,2	5,8	6,7	12,1	13,8
	Estonia	0,1	1,7	3,61	7,3	3,5
	Lituania	3,5	4,4	6,1	dn	dn
	Bulgaria	12,5	18,2	17,9	dn	dn

BCU IAȘI CENTRALĂ UNIVERSITARĂ

Sintetizând, avantajele şi limitele Consiliului monetar pot fi desprinse din tabelul următor:

Diferenţe între Consiliul monetar şi banca centrală

Tabelul 5.6

Consiliul monetar	Banca centrală
• menţine un curs de schimb faţă de valută – rezervă	• practică un curs de schimb „fix" sau „flotant"
• acoperirea în valută străină este 100%	• acoperirea în rezerve străine este variabilă
• convertibilitatea este deplină	• convertibilitatea este limitată
• nu este o ultimă sursă de împrumuturi pentru băncile comerciale	• este o ultimă sursă de împrumuturi pentru băncile comerciale
• nu reglementează activitatea băncilor comerciale	• stabileşte şi modifică reglementările privind activitatea băncilor comerciale
• prezintă transparenţă sporită	• oferă monedă atât în numerar, cât şi sub formă de depozite
• oferă monedă sub formă de bancnote şi monedă metelică	• poate alimenta fenomenul inflaţionist
• nu generează inflaţie	• poate finanţa cheltuielile guvernamentale
• nu finanţează cheltuieli guvernamentale	• practică o politică monetară discreţionară
• obţine profituri din dobânzi	• este puternic supusă presiunilor politice
• utilizează un număr restrâns de personal	• utilizează un număr mare de personal

5.2 Sistemul Monetar Internaţional

5.2.1 Abordare conceptuală şi evoluţii

Definiţiile atribuite Sistemului Monetar Internaţional pornesc de la existenţa relaţiilor economice între ţări care au monede diferite şi de la necesitatea existenţei unei pieţe pe care agenţii economici să-şi poată converti devizele în moneda naţională.

O primă abordare prezintă SMI ca un sistem de plăţi globale, care cuprinde instituţiile financiare, reţeaua informatică globală, convenţiile şi reglementările necesare asigurării unei bune funcţionări a comerţului internaţional. Altfel spus, SMI reprezintă cadrul instituţional în care sunt

realizate plățile internaționale, mișcările de capital și se determină cursurile de schimb ale monedelor naționale.

O altă abordare prezintă SMI ca ansamblul piețelor pe care se realizează schimburile monetare internaționale, respectiv al mecanismelor și instituțiilor care vizează organizarea și reglementarea acestora în jurul unui regim al cursului de schimb.

O asemenea organizare a relațiilor monetare este rezultatul exigențelor comerțului internațional. Pentru a favoriza schimburile de bunuri și servicii, țările au căutat, în strânsă legătură cu dezvoltarea comerțului internațional, să elaboreze un sistem de plăți internaționale care să garanteze siguranța tranzacțiilor.

Un SMI trebuie să răspundă anumitor caracteristici care pot îmbrăca numeroase forme, și anume:

- un regim al cursului de schimb, fix sau flexibil, care să permită determinarea ratelor de schimb ale unor monede naționale în raport cu altele;
- un etalon de referință în raport cu care fiecare monedă națională este definită în funcție de rata de schimb;
- un mecanism de credit, respectiv de lichidități internaționale, care circulă între țări în funcție de nevoile de finanțare a balanțelor lor de plăți.

Dacă se practică un regim al *cursului de schimb fix,* atunci o țară se angajează să mențină o rată fixă a monedei în raport cu alte monede sau în raport cu un etalon de referință. Regimul flexibil al cursului de schimb este cel în care o țară lasă să evolueze rata de schimb a monedei proprii, în funcție de cerere și ofertă.

Privită în evoluție, organizarea relațiilor monetare internaționale a cunoscut mai multe etape caracterizate, în general, prin instabilitate, după cum urmează:

- perioada **1879 – 1914.** S-a caracterizat printr-un regim fix al cursului de schimb și a funcționat după sistemul etalon aur. Regimul **Gold Standard** a făcut din aur moneda internațională. Monedele naționale beneficiau de o paritate fixă în raport cu aurul. Băncile centrale dețineau aproape exclusiv rezervele de aur. În această perioadă lira sterlină a îndeplinit rolul de monedă internațională datorită puterii economice deținute de Marea Britanie;
- perioada **1918 – 1939.** S-a caracterizat printr-un regim de schimb fix, marcat de instabilitatea parităților de schimb ale principalelor monede naționale, concurența dintre dolar și lira sterlină accentuând această instabilitate;

- perioada **1944 – 1971**, cunoscută ca cea a sistemului de la **Bretton Woods**, a fost marcată de concertarea principalelor puteri economice pentru restabilirea unui regim fix al cursului de schimb şi funcţionarea după principiul **Gold Exchange Standard**. Sistemul a fixat parităţi fixe pentru fiecare monedă, dar nu acorda decât dolarului posibilitatea convertirii în aur. În acest context, dolarul a devenit monedă de reglare a schimburilor internaţionale. În cadrul acestui sistem au fost create două instituţii internaţionale, pentru a asigura finanţarea balanţelor de plăţi: FMI şi Banca Mondială;
- **perioada 1971 – 1997**, cunoscută ca perioadă a cursurilor de schimb flexibile şi caracterizată prin instabilitate monetară. Instabilitatea monetară a fost caracteristică anilor '70 şi '80. Puternicele variaţii ale cursului dolarului în calitate de monedă internaţională au determinat ca marile puteri economice să acţioneze concertat cu scopul de a asigura stabilitatea cursurilor de schimb ale monedelor naţionale. În 1985 Grupul celor 5, care reunea SUA, Japonia, Franţa, Germania şi Marea Britanie, a făcut demersuri pentru a asigura stabilitatea cursurilor de schimb. În 1987, la G5 se adaugă Italia şi Canada, rezultând G7, cu aceleaşi preocupări în asigurarea stabilităţii monetare. În mod particular, Europa a definit, în 1979, o politică de stabilizare a cursurilor de schimb ale monedelor aparţinând ţărilor CEE. Această perioadă a fost marcată de o succesiune de evenimente, precum crize ale datoriei externe (Mexic, Argentina, Venezuela), crahuri bursiere, crize financiare sistemice (1997), ceea ce a dovedit necesitatea reformării SMI şi a redefinirii rolului instituţiilor financiare internaţionale, respectiv FMI şi Banca Mondială;
- **perioada 1998 până în prezent** reprezintă o etapă cu profunde bulversări politice, economice, monetare, care arată nevoia unei noi ordini monetare internaţionale, a unei noi monede internaţionale şi a unui set de reglementări care să asigure stabilitatea monetară. Sfârşitul secolului al XX-lea a fost marcat de eforturile principalelor puteri economice de a limita fluctuaţiile monedelor.

De asemenea, crearea unei zone monetare europene a constituit o nouă bulversare a sistemului monetar internaţional, întrucât nouă monedă a intrat în competiţie cu dolarul american.

Totodată, criza financiară globală, declanşată în SUA în 2007 şi extinsă la nivel mondial, a pus încă o dată în evidenţă incapacitatea autorităţilor monetare naţionale şi internaţionale de a dispune de sisteme de avertizare şi prevenire a crizelor, precum şi imposibilitatea ca FMI să ofere sprijin financiar imediat ţărilor afectate de criză.

5.2.2 Sistemul Monetar Internațional de la Bretton Woods

Criza economică din perioada 1929 – 1933 şi cel de-al Doilea Război Mondial au antrenat multiple reacții vamale şi monetare care au degenerat rapid în conflicte economice. Pentru evitarea acestora şi pentru relansarea comerțului internațional a fost necesară regândirea instituțiilor şi a reglementărilor internaționale.

Negocierile care au avut ca subiect această temă s-au derulat în cadrul Conferinței Monetare a Națiunilor Unite de la Bretton Woods (1-22 iulie 1944), la care au participat 45 de țări. Cu această ocazie au fost prezentate două planuri: **Planul White**, cel al SUA, denumit *„Proiect preliminar de schiță a unei propuneri pentru un Fond Internațional de Stabilizare a Națiunilor Unite şi Asociate"* şi cel al Angliei denumit *„Propuneri pentru o Uniune de Clearing Internațional"*.

Planul SUA exprima preocuparea principală de a restaura libertatea tranzacțiilor şi a plăților internaționale. În acest scop s-a prevăzut instituirea unui *Fond de stabilizare,* al cărui capital trebuia să fie format din subscrierile țărilor membre (30% în aur, iar restul în moneda națională). Monedele țărilor membre urmau să fie definite în Unitas, moneda Fondului de stabilizare, care avea să dețină un rol limitat, putând fi vândută şi cumpărată contra aur în cadrul operațiunilor cu Fondul.

Planul Angliei exprima preocuparea principală pentru reconstrucția economiilor occidentale, bazată pe promovarea creşterii economice şi ocuparea deplină a forței de muncă. Acest plan prevedea crearea *Uniunii de Clearing*, considerată o superbancă centrală şi care trebuia să emită în favoarea țărilor membre o monedă de cont (scripturală) internațională definită în aur, numită *bancor*. Țările urmau să primească o cotă din moneda scripturală, proporțională cu volumul comerțului exterior şi care trebuia să asigure o compensare multilaterală a creanțelor băncilor centrale.

Din analiza mecanismelor propuse de cele două planuri prezentate, s-au preluat în Declarația Comună acele mecanisme care corespundeau ideilor de bază ale SUA.

Sistemul Monetar Internațional instituit la Bretton Woods a fost unul bazat pe etalonul *Gold Exchange Standard* (aur-devize). Aurul rămânea etalon universal al valorii, dar şi monedele convertibile în aur puteau fi utilizate ca activ de rezervă. Erau considerate activ de rezervă acele monede care puteau fi convertite în aur la cursul legal, chiar dacă se accepta convertibilitatea doar în afara granițelor naționale, aşa cum a fost cazul dolarului, care putea fi schimbat în aur doar în afara granițelor țării, la prețul de 35 $ uncia. Prețul aurului exprimat în moneda de rezervă era fix, țările

emitente ale acestor monede fiind obligate să asigure convertirea în aur, la cursul legal, în afara granițelor.

Odată cu lansarea noului Sistem Monetar Internațional s-a creat și Fondul Monetar Internațional, destinat acordării de împrumuturi limitate și temporare pentru țările membre. FMI era, și este și în prezent, alimentat prin vărsămintele pe care le realizează statele membre, în aur sau dolari și în moneda națională, în funcție de cota de participare.

În funcționarea sa, *SMI s-a bazat pe următoarele principii*:

a. cooperarea monetară internațională;
b. creșterea echilibrată a comerțului internațional;
c. dezvoltarea economică a tuturor membrilor;
d. stabilitatea cursului de schimb;
e. multilateralizarea plăților internaționale;
f. convertibilitatea monetară;
g. lichiditatea;
h. echilibrarea balanței de plăți.

Analiza fiecărui principiu și a modului în care acesta a fost aplicat de țările membre și de FMI dă posibilitatea unei aprecieri de ansamblu asupra Sistemului Monetar Internațional creat la Bretton Woods.

a. Cooperarea monetară internațională

Principiul cooperării monetare internaționale a fost considerat esența SMI și factorul determinat al creării FMI, organismul care să asigure consultanță și colaborare în problemele monetare internaționale. Acest principiu al cooperării era considerat realizat prin adeziunea la Fond.

Se poate afirma că, din punct de vedere teoretic, prin intermediul FMI se urmărea a se ajunge la armonizarea politicilor monetare naționale cu obiectivele unei cooperări internaționale, în folosul tuturor țărilor membre. Preocuparea principală era reprezentată de asigurarea stabilității cursurilor de schimb, multilateralizarea plăților și eliminarea restricțiilor valutare.

Practic, cooperarea prevăzută nu a operat în majoritatea domeniilor de activitate ale FMI mai mult de 10 ani, făcând ca, la finele anului financiar 1965/1966, deficitul cumulat să fie de 14,21 milioane dolari SUA, ca urmare a unor cheltuieli de funcționare situate cu mult peste încasări.

Unele forme de cooperare monetară internațională au apărut în perioada anilor '60 sub forma acordurilor de împrumut și a facilităților de finanțare compensatorie, precum și sub forma DST-urilor (drepturi speciale de tragere).

b. Creşterea echilibrată a comerţului internaţional

Acest principiu a fost formulat în linii generale, ca orientare pentru FMI, în scopul de a contribui la realizarea unui astfel de obiectiv. Ca urmare, s-a interpretat că exprimă un obiectiv şi nu un principiu al Sistemului Monetar Internaţional, pe care Fondul ar fi trebuit să-l propage ca bază sigură a stabilităţii monetare şi a echilibrului balanţelor de plăţi. Acţiunea FMI s-a limitat doar la înlăturarea restricţiilor valutare.

c. Dezvoltarea economică a tuturor membrilor

Modul în care FMI, prin activitatea sa, a urmărit realizarea acestui principiu comportă controverse şi puncte de vedere diferite din partea ţărilor dezvoltate şi a celor sărace.

Astfel, se susţine că tendinţa ţărilor dezvoltate a fost de a înlătura din preocupările FMI acest obiectiv, considerându-se că el intra în atribuţiile BIRD (Banca Internaţională pentru Reconstrucţie şi Dezvoltare) şi că formularea din Acord ar reprezenta doar exprimarea unei consecinţe a creşterii comerţului internaţional.

Încă de la începutul discuţiilor asupra Planului White, India a propus să se prevadă ca principiu sprijinirea dezvoltării economice a ţărilor sărace, propunere reînnoită în toate discuţiile şi formulată în două variante de amendamente şi la Bretton Woods. În anul 1973, cu ocazia raportului referitor la reforma SMI, se menţiona că o atenţie deosebită trebuie acordată poziţiei şi intereselor ţărilor în curs de dezvoltare.

d. Stabilitatea cursului de schimb

Adoptarea acestui principiu, ca element al Sistemului Monetar Internaţional, a fixat opţiunea pentru practicarea cursurilor fixe şi a etalonului aur-devize. În acest scop, fiecare ţară trebuia să stabilească pentru moneda sa, cu acordul FMI, valoarea paritară exprimată în aur sau dolari SUA. Faţă de paritatea oficială, cursurile de piaţă ale monedelor naţionale puteau varia în jurul unei marje de ±1%, ţările emitente având obligaţia să supravegheze strict această evoluţie.

Atunci când cursul monedei unei ţări *scădea* prea mult pe piaţa schimburilor, ţara respectivă trebuia să răscumpere cu alte devize moneda sa excedentară, pentru menţinerea parităţii declarate de FMI. Dacă rezervele în devize ale acestor ţări se epuizau, se exercita dreptul de tragere asupra fondurilor respective, se cumpărau devize cu moneda naţională sau se efectua operaţiunea inversă. Dreptul de tragere al unei ţări asupra FMI era

limitat, orice țară putea trage, fără restricții, până la 25% din cota sa, de la acest nivel impunându-se condiționări drastice (putând fi solicitate criterii politice, financiare și economice), tragerile neputând depăși 125% din cota de participare a fiecărei țări.

Când o țară avea o balanță de plăți deficitară și își epuiza posibilitățile de tragere asupra FMI, ea putea să-și *devalorizeze moneda*, declarând FMI-ului o nouă paritate pentru redresarea situației. Devalorizările inferioare nivelului de 10% erau autorizate fără condiții și numai dacă erau destinate corijării deficitelor balanțelor de plăți externe. Pentru orice devalorizare superioară nivelului de 10% acordul FMI era necesar, în caz contrar țara care nu respecta aceste angajamente pierzându-și dreptul asupra fondurilor.

Ca rezultat al aplicării acestui principiu, dolarul, ca principal activ de rezervă în condițiile etalonului aur-devize, în loc să fie un factor de stabilitate a devenit, în urma alimentării excesive a lumii cu dolari, o sursă de instabilitate. SUA au ajuns în imposibilitatea de a converti, la cererea autorităților monetare străine, dolarii în aur monetar.

În primii 15 ani de existență, FMI a dus o politică rigidă în aplicarea și urmărirea aplicării *principiului stabilității monetare*, legată de declararea valorii paritare și a modificării ei. Treptat această politică s-a relaxat, adaptându-se cerințelor impuse de realitățile existente pe plan internațional.

Experiența anilor '60 a arătat că rigiditatea în menținerea unor cursuri fixe unice, pe baza unei valori paritare, exprimată în aur (marfă subevaluată) sau în dolari (supraevaluată), nu a contribuit la menținerea stabilității monetare. Numeroase țări au adoptat cursuri multiple în forme simple sau mai complicate, iar țările care se angajaseră față de FMI să înlăture restricțiile valutare au adoptat alte genuri de măsuri care să le conducă la aceleași rezultate.

Analiza datelor statistice ale FMI evidențiază că, între 1949 și 1967 (prima și a doua devalorizare a lirei sterline), SUA și Japonia nu au făcut nicio modificare a valorii paritare, RF Germania și Olanda au revalorizat monedele cu 5%; Belgia, Danemarca, Luxemburg, Norvegia și Suedia, care făcuseră modificări în 1949, nu au mai intervenit asupra valorilor paritare stabilite. Austria a modificat valoarea paritară a monedei sale de câteva ori până în 1953, dată după care a menținut cursuri fluctuante până în 1960, iar Canada a lăsat să fluctueze moneda sa între anii 1950 și 1962.

După înțelegerea din 1971, FMI a acceptat ca țările membre să poată declara, în loc de valoarea paritară, un curs central, iar limitele de intervenție să fie de ±2,25%. Dolarul a fost devalorizat pentru a doua oară (în martie 1973) cu încă 10%, moment de la care întregul mecanism de

menținere a cursurilor fixe s-a prăbușit și, la o lună după aceea, toate monedele fluctuau fie individual, fie în bloc.

e. Multilateralizarea plăților internaționale

Principiul multilateralizării plăților internaționale a fost exprimat în Acord numai sub forma unei sarcini a FMI, nefiind precizate modalitățile de aplicare a acestuia. De aceea, s-a considerat că nu trebuie făcut nimic special în acest scop, multilateralizarea fiind un rezultat automat al înlăturării restricțiilor valutare.

Realitatea a impus diverse soluții pentru lărgirea formelor de plăți, menținându-se restricții monetare de protecție la care statele nu puteau renunța (astfel s-a ajuns la formarea, în afara FMI, a unor grupe de țări între care se practicau plăți multilaterale, păstrând restricții față de terți). FMI a insistat permanent pentru înlăturarea acestor restricții, ajungându-se, astfel, la generalizarea multilateralizării plăților.

f. Convertibilitatea monetară

În accepțiunea Acordului, convertibilitatea reprezenta înlăturarea tuturor restricțiilor la plățile privind tranzacțiile curente. Moneda unei țări membre devenea convertibilă atunci când țara respectivă înlătura restricțiile la plățile curente, adică punea la dispoziție moneda sa, sau a altei țări membre, pentru efectuarea plăților pentru tranzacții internaționale curente și permitea transferul sumelor obținute din astfel de tranzacții.

De asemenea, țara care declara moneda sa convertibilă se obliga să cumpere sumele deținute de o altă țară membră în moneda sa atunci când aceasta o cerea și motiva că ele au fost obținute recent, ca rezultat al unor tranzacții curente, sau că este necesară convertirea acestora pentru efectuarea unor plăți aferente tranzacțiilor curente.

Funcționarea convertibilității a vizat două aspecte distincte:

- primul se referă la convertibilitatea dolarului, în calitatea sa de etalon, monedă de rezervă și de plată în cadrul sistemului;
- al doilea avea în vedere convertibilitatea monedelor naționale ale celorlalte țări membre ale FMI.

Dolarul american a fost singura monedă convertibilă în aur, autoritățile monetare americane angajându-se să convertească în orice moment, la cererea băncilor centrale, deținerile lor de dolari, la prețul oficial de 35 dolari uncia.

În cazul monedelor naționale ale celorlalte țări, convertibilitatea prevăzută în statutul FMI avea două accepțiuni:

- prima, conform căreia trecerea la convertibilitate presupunea desființarea restricțiilor și discriminărilor în domeniul plăților și transferurilor internaționale;
- a doua, potrivit căreia convertibilitatea înseamna obligația băncii centrale de a cumpăra moneda sa națională deținută de o bancă centrală străină, la cererea acesteia.

Apariția crizei monetare de la începutul anului 1968 a determinat adoptarea de măsuri restrictive privind convertirea dolarilor americani în aur. Au fost create două piețe ale aurului: una liberă (prețul aurului se stabilea pe baza cererii și ofertei) și una oficială (dintre băncile de emisiune, care puteau vinde și cumpăra aur la prețul fix de 35 dolari uncia).

Măsurile adoptate vizau efectele și nu cauzele, iar din acest motiv criza monetară s-a accentuat. Efectele acesteia au dus la decizia SUA, din august 1971, de a suspenda convertibilitatea în aur a dolarilor deținuți de autoritățile monetare ale altor țări membre ale FMI. Încă din luna mai 1971, unele țări cu moneda convertibilă – iar din august aproape toate – au hotărât să nu mai intervină pe piețele valutare pentru menținerea cursului fix, prin cumpărare sau vânzare de dolari. Aceasta a însemnat adoptarea practicii cursurilor fluctuante.

Din punct de vedere al convertibilității, acesteia i s-a schimbat conținutul. În accepțiunea FMI, din noțiunea de convertibilitate a dispărut referirea la aur, fiind eliminat, de asemenea, și un element de bază al convertibilității: **cursul fix**. Astfel, noțiunea adoptată pentru definirea poziției dolarului american, după suspendarea convertibilității în aur, era **convertibilitatea de piață.**

În practică, FMI nu a mai folosit termenul de monedă **liber convertibilă**, ci a introdus noțiunea de monedă **liber utilizabilă**. Această calitate a fost atribuită de Fondul Monetar Internațional acelor monede pe care le aprecia ca fiind cel mai mult folosite în tranzacțiile internaționale.

g. Principiul lichidității

Principiul lichidității a fost considerat ca un element intrinsec al funcționării Sistemului Monetar Internațional. Crearea Fondului Monetar Internațional, ca instituție financiară, avea și scopul asigurării unui „rezervor" din care: „la nevoie, țările membre să poată obține un sprijin temporar, pentru a face față deficitului balanței de plăți".

Autoritățile monetare ale țărilor membre FMI aveau obligația de a-şi constitui rezerve monetare, corespunzătoare nevoilor lor şi generate de două operațiuni:

- convertirea sumelor solicitate;
- intervenții pe piață ale autorităților monetare, în scopul menținerii stabilității cursurilor de schimb.

În rezervele monetare, alături de aur şi titlurile emise pe piețele financiare monetare naționale, era introdusă şi valuta care pătrundea în economia unei țări prin intermediul operațiunilor comerciale şi financiare.

Lichiditatea globală, constituită din aur şi valute, la care s-au adăugat poziția țărilor la FMI şi DST-urile, avea în perioada de după al Doilea Război Mondial un nivel procentual optim al rezervelor față de import, de aproximativ 40%. În primii ani după război, 52% din rezervele monetare erau deținute de SUA, incluzând 75% din totalul aurului monetar. Restul lumii deținea doar 25% din aurul monetar, valorând circa 8 miliarde USD şi, în plus, 14 miliarde în valute, din care aproximativ 11 miliarde lire sterline blocate la Banca Angliei, folosibile numai în zona lirei.

Contribuția Fondului Monetar Internațional la funcționarea principiului lichidității s-a concretizat în vânzarea, contra monedă națională, în cazuri de nevoie justificate, de sume în moneda altei țări membre, pentru efectuarea de plăți conform prevederilor Acordului.

Aplicarea de către FMI a principiului lichidității, prin acordări de credite, respectiv acceptarea vânzării de valută contra monedă națională, a fost redusă în primii zece ani de activitate, fapt motivat prin aceea că, folosindu-se numai dolari, s-ar fi creat o cerere de bunuri din SUA cu posibile efecte inflaționiste, şi prin aceea că, într-un termen foarte scurt, Fondul ar fi rămas fără resurse valutare utilizabile.

Problema *lichidității globale* a sistemului, precum şi nevoia de lichiditate a țărilor în curs de dezvoltare, a căror balanță curentă era continuu deficitară, a dat naştere la numeroase discuții, mai ales în afara FMI.

În urma solicitărilor Consiliului Directorilor Executivi, Secretariatul FMI a elaborat un studiu numit „Nevoi de rezerve", publicat în ianuarie 1966. În acest studiu se evidenția necesitatea stabilirii nevoii globale de rezerve, care să „fie determinată în legătură cu bunăstarea tuturor țărilor". Schimbul de păreri între Consiliul Directorilor Executivi şi Grupul celor 10 s-a soldat cu un proiect de creare de rezerve sub forma unor **Drepturi Speciale de Tragere (DST)**, emise şi folosite de FMI, acestea urmând a se evidenția într-un cont special.

Crearea de DST a reprezentat o contribuție concretă la funcționarea principiului lichidității şi un aport al Fondului la creşterea volumului

lichidității globale. DST a fost considerat un nou activ de rezervă, sumele alocate fiind considerate parte integrantă a rezervelor monetare oficiale ale țărilor membre.

h. Echilibrarea balanței de plăți

Acesta a constituit un principiu de politică economică al fiecărei țări, fiind inclus și în Acordul de la Bretton-Woods ca obiectiv al FMI, care, prin creditele pe care le acordă, contribuie la scurtarea duratei și la reducerea gradului de dezechilibru al balanțelor de plăți ale țărilor membre.

Concepția de bază în aplicarea acestui principiu era *disciplina balanței de plăți*, ceea ce impunea adoptarea de măsuri de redresare de către țările membre în cauză. Un accent deosebit s-a pus pe realizarea unor planuri de stabilizare, pe care țările cu balanță deficitară, care solicitau ajutor financiar de la Fond, prin trageri peste tranșa de rezervă, trebuiau să le îndeplinească. Echilibrarea balanței de plăți se realiza printr-o stabilizare economică internă bazată pe dezvoltarea producției, menită să ducă la creșterea exporturilor, la o mai mare satisfacere a cererii interne și, deci, la o reducere a importurilor, frânându-se tendințele inflaționiste.

Totuși, FMI era îngrădit în aplicarea principiului echilibrării balanței de plăți de faptul că influența sa și recomandările pe această linie puteau fi realizate numai către țările care aveau și solicitau să facă uz de drepturile speciale de tragere. Experiența a arătat că, în decursul timpului, statele puternic dezvoltate și industrializate nu au urmărit o politică de respectare a disciplinei de plăți.

5.2.3 Dezechilibrele SMI și necesitatea reformării acestuia

Funcționarea Sistemului de la Bretton Woods a scos în evidență existența unei incompatibilități denumită de specialiști *dilemă între aprovizionarea economiei mondiale cu dolari, care constituie lichidități internaționale, și convertibilitatea acestora în aur.*

O asimetrie care a privilegiat SUA

Deși sistemul adoptat la Bretton Woods nu a fost, prin natura și principiile sale, discriminatoriu, totuși funcționarea sa într-o lume marcată de superioritatea economiei americane a condus la consolidarea poziției SUA.

În anii care au urmat celui de-al Doilea Război Mondial, o bună parte din țările industrializate și în special cele europene au înregistrat

importante deficite comerciale. Nevoile de reconstrucție economică, de plăți internaționale, au conferit monedei americane o poziție privilegiată, devenind general acceptată în plățile dintre diferitele state. În acest mod, dolarul SUA a devenit, de fapt, monedă internațională.

Nevoia de lichidități internaționale a fost satisfăcută prin oferta de dolari, care a rezultat din deficitele externe ale SUA. Acestea beneficiau de privilegiul de a-şi putea finanța deficitul extern cu propria monedă: investițiile private americane în lume, ajutoarele economice şi militare ale guvernului american erau plătite prin simpla emisiune a unei monede pe care alte țări trebuiau să o accepte, şi anume dolarul.

Dacă moneda americană era emisă în cantități abundente, antrenând scăderea cursului pe piața de schimb, rezultatul îl constituia aprecierea monedei celorlalte țări; pentru a nu depăşi limitele de fluctuare, aceste țări trebuiau să-şi ofere propria monedă pe piața de schimb, achiziționând în schimb dolari, menținând astfel stabilitatea valorii propriei monede în raport cu moneda americană.

În acest mod, se poate aprecia că deficitul extern american s-a dovedit inflaționist, dacă se ține seama de faptul că dolarii difuzați în economia mondială au contribuit la majorarea masei monetare în țările care îi dețineau. Singurul mecanism care permitea diminuarea deficitului american şi a expansiunii monetare mondiale a dolarului îl constituia convertibilitatea în aur a acestuia. Această convertibilitate a fost problematică, fiind calificată de către specialişti drept o dilemă, respectiv „dilema convertibilității".

Nevoia crescută de lichidități internaționale era satisfăcută printr-o ofertă de dolari, primită cu încredere, în măsura în care exista promisiunea de transformare într-o cantitate de aur determinată. Pe de altă parte, oferta de dolari nu putea fi asigurată decât prin agravarea deficitului extern al SUA. Accentuarea deficitului a fost de natură să diminueze încrederea în moneda americană, cu atât mai mult cu cât dolarii deținuți în străinătate depăşeau stocul monetar al SUA.

Utilizarea dolarului ca monedă de rezervă, care presupunea existența în cantități reduse (caracteristica rarității), devenea astfel incompatibilă cu utilizarea acestuia ca mijloc de plată internațional, ceea ce implica existența unei cantități sporite de monedă.

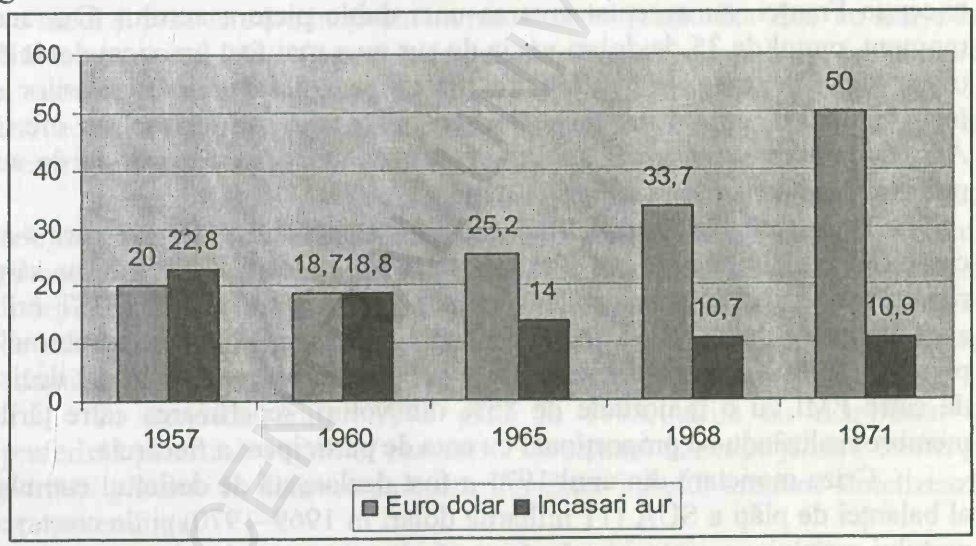
În plus, asimetria sistemului a fost accentuată de puterea conferită SUA pentru adoptarea deciziilor în cadrul FMI. Deciziile cu privire la activitatea Fondului erau adoptate cu 85% din voturi, iar SUA, datorită puterii economice, au dispus de un procent de vot superior nivelului de 15% (17,8% în 1993), ceea ce demonstrează că deciziile nu se puteau şi nu pot fi luate fără acordul american.

Abandonarea progresivă a principiilor SMI

Supremația economiei americane a făcut din dolar cea mai importantă monedă şi a conferit SUA o responsabilitate particulară în buna funcționare a sistemului.

Încrederea în dolar, datorită convertibilității acestuia la paritatea de 35$ uncia, a făcut ca un important volum de dolari să fie deținuți de nerezidenți, sumele respective fiind denumite eurodolari. Aceşti eurodolari au constituit cea mai mare parte a deficitelor cumulate de balanța de plăți a SUA care, până în anul 1958, au avut niveluri moderate fiind acoperite prin încasările SUA. Începând din anul 1958, deficitele s-au majorat, iar întreprinderile americane au investit în străinătate, în anii '60 eurodolarii fiind acoperiți numai de rezervele de aur deținute de SUA.

Evoluția disproporției dintre rezervele de aur ale SUA, tot mai insuficiente, şi cantitatea de dolari deținuți în străinătate este redată în graficul următor.



Graficul 5.1

Astfel, cele mai importante dificultăți în funcționarea Sistemului de la Bretton Woods s-au manifestat în perioada 1959–1963. În Europa Occidentală numeroase monede se negociau pe piața valutară, iar băncile centrale interveneau pentru menținerea parităților declarate.

Între 1960 şi 1961, datorită deficitului balanței de plăți britanice, cererea de aur pe piața londoneză s-a majorat, iar la recomandarea SUA, 8 bănci centrale (Marea Britanie, SUA, Canada, RFG, Franța, Italia, Belgia, Țările de Jos) s-au regrupat pentru a alimenta piața cu aur şi pentru a

menține cursul monedelor naționale.

Astfel, s-a constituit **Pool-ul** aurului, care a avut ca efect încetarea cumpărărilor speculative. Un alt eveniment care a marcat perioada anilor '60 a fost crearea **Clubului celor zece.** În decembrie 1961, zece țări industrializate s-au angajat să furnizeze FMI-ului cantități diferite de monede, cu scopul de a fi sprijinite țările aflate în dificultate, pentru menținerea parităților monetare. Fondarea Clubului celor zece s-a realizat prin participarea următoarelor țări: SUA, RFG, Marea Britanie, Franța, Italia, Țările de Jos, Belgia, Suedia, Canada, Japonia. Atât **Pool-ul** aurului cât și **Clubul celor zece** au avut ca scop consolidarea sistemului monetar și descurajarea temporară a speculațiilor.

Perioada 1964–1970 poate fi caracterizată prin abandonarea convertibilității externe a dolarului. La 14 martie 1968, când rezervele de aur monetar ale SUA nu mai reprezentau decât 10,7 miliarde $, Congresul american a votat suspendarea imediată a convertibilității externe a dolarului în aur. Ca răspuns la această decizie, statele europene cele mai bogate, cu excepția Franței, au acceptat crearea unei duble piețe a aurului. Din acel moment, prețul de 35 de dolari uncia de aur nu a mai fost practicat decât de unele bănci centrale. În schimb, pe piața liberă deschisă particularilor și întreprinderilor, prețul aurului fluctua în funcție de cerere și ofertă. Adoptarea acestei măsuri a permis SUA să-și stabilizeze rezervele de aur monetar și să continue să exporte capitaluri.

De asemenea, în anul 1969 s-a adoptat decizia FMI prin care s-au creat **Drepturi Speciale de Tragere (DST)**, cu care SUA puteau să-și răscumpere o parte din eurodolarii deținuți de alte bănci centrale. DST-urile sunt drepturile de tragere care s-au adăugat la drepturile de tragere normale prevăzute prin Acordul de la Bretton Woods. Crearea acestora a fost decisă de către FMI cu o majoritate de 85% din voturi, repartizarea către țările membre realizându-se proporțional cu cota de participare a fiecăreia.

Criza monetară din anul 1971 a fost declanșată de deficitul cumulat al balanței de plăți a SUA (11 miliarde dolari în 1969–1970) și de creșterea prețului aurului pe piața liberă. Această situație a condus la suspendarea completă a convertibilității în aur a dolarului și la aplicarea unei suprataxe de 10% asupra unui număr însemnat de produse importate. Prin această decizie, adoptată la 15 august 1971, SUA au declanșat o anarhie monetară și un război comercial la nivel mondial.

Anarhia monetară care domina lumea occidentală s-a aflat în contrast cu stabilitatea monetară a blocului rublei, unde mecanismele de reglare progresau odată cu evoluția CAER. Pentru fiecare țară membră a blocului rublei se utilizau trei tipuri de monedă:

- moneda internă (care circula numai pe teritoriul național);

- moneda internațională (de cont), care era definită în aur şi se utiliza pentru transformarea prețurilor în vederea derulării comerțului cu țările din afara blocului;
- moneda transferabilă (cu aceeași definiție în aur ca și cea a monedei internaționale şi care era utilizată în cadrul CAER (Consiliul de Ajutor Economic Reciproc) pentru reglarea soldurilor între țările membre.

Necesitatea reformării SMI

Încercările de menținere în funcțiune a Sistemului Monetar Internațional de la Bretton Woods s-au concretizat într-un set de decizii importante, adoptate în perioada respectivă, ceea ce a condus la funcționarea unui SMI denumit *post Bretton Woods.*

Astfel, un prim eveniment important este reprezentat de *Acordul de la Washington* , din anul 1971, prin care dolarul a fost devalorizat în raport cu aurul şi prin care s-a instaurat un mecanism al cursurilor fixe cu marje de fluctuație de ± 2,25%. O asemenea decizie a permis o mai bună funcționare a sistemului pentru o perioadă de încă doi ani. La sfârşitul anului 1973, monedele au depăşit marjele de fluctuație de ±2,25%, ceea ce a agravat dezechilibrele balanțelor de plăți externe.

În anul 1976 s-a încheiat *Acordul de la Jamaica,* ocazie cu care s-au adoptat o serie de decizii fundamentale precum: demonetizarea aurului (monedele nu mai erau definite în raport cu aurul, deci aurul nu mai îndeplinea funcții monetare); libertatea țărilor de a-şi alege regimul cursului de schimb; remanierea statutului Fondului Monetar Internațional în vederea adaptării acestei instituții la noul context monetar internațional.

În perioada anilor 1978 până în 1998, țările au manifestat o preferință pentru *un regim al cursurilor de schimb bazat pe flotare liberă şi parități glisante* în defavoarea cursurilor fixe. Tabelul următor sintetizează aceste tendințe.

Evoluția regimurilor de curs de schimb

Tabelul 5.7

Regimul de schimb al țărilor membre FMI	Anul				
	1978	1983	1988	1992	1998
• Fixat în raport cu o monedă, • din care dolarul	64 43	52 34	58 39	57 26	48 18
• Fixat în raport cu un coş de monede	36	40	39	31	18

Regimul de schimb al țărilor membre FMI	Anul				
	1978	1983	1988	1992	1998
• Flexibilitate limitată (șarpe monetar și alte paritățiți fixe, cu marje restrânse)	4	7	7	8	17
• Paritățiți glisante și fluctuații administrate	7	29	27	30	55
• Flotare liberă	27	9	17	48	46
Total	138	137	148	174	184

Preferința pentru regimul cursurilor flotante a avut ca fundament avantajele antrenate (evidențiate în anii '70 de modelele elaborate de Mundell și Flemming), respectiv posibilitatea absorbirii dezechilibrelor și caracterul stabilizator al speculațiilor. Trecerea de către un număr mare de bănci la cursurile flotante a antrenat, în anii 80, riscuri de volatilitate și instabilitate, situație care a stat la originea unor spectaculoase inovații financiare.

Perioada anilor '80 s-a caracterizat prin crize repetate ale dolarului, în raport cu yenul și cu monedele țărilor producătoare și exportatoare de petrol, iar după 1985 s-a înregistrat o stabilizare a funcționării sistemului.

O succesiune de evenimente, care s-au derulat cu începere din anii 1982 până în 1987, respectiv criza Mexicului, puternic îndatorat (60 miliarde dolari), aflat în incapacitatea de rambursare a împrumuturilor și crahul bursier din SUA în 1987 au marcat trecerea de la un **sistem monetar internațional** către un **sistem financiar internațional.** Crizele financiare derulate la sfârșitul anilor '90 și cea actuală dovedesc o puternică întrepătrundere a dimensiunilor financiare și monetare ale economiei mondiale.

Amploarea globalizării financiare, interconexiunile dintre pieței financiare și mișcarea liberă a capitalurilor generează noi constrângeri asupra reglementărilor monetare internaționale. Privit în interconexiune cu sistemul financiar, cel monetar și-a dovedit insuficiența și incapacitatea la nivelul organismelor monetare și financiare internaționale de a declanșa sisteme de alertă și de prevenire a crizelor monetare și bancare.

Criza globală financiară testează abilitatea FMI și a rolului său de instituție centrală internațională de a supraveghea sistemul monetar internațional. În acest context, rolul FMI trebuie abordat pe două componente: în managementul imediat al crizei și în reforma profundă pe termen lung a SMI.

Rolul FMI s-a modificat considerabil de la crearea acestuia în anul 1944, în concordanță cu evoluția SMI. În perioada 1946-1973, principala

provocare a FMI a fost să gestioneze un sistem bazat pe cursuri de schimb fixe şi să monitorizeze politicile macroeconomice ale ţărilor membre, ajutându-le atunci când înregistrau deficite ale balanţei de plăţi. În acest context, FMI a îndeplinit rolul de împrumutător de ultim rang pentru ţările aflate în criză.

În perioada de după anul 1973 şi până în prezent, operaţiunile FMI au constat în supraveghere, împrumuturi şi asistenţă tehnică. După 25 de ani de reguli pe care s-a bazat ordinea macroeconomică internaţională, regulile sistemului post-Bretton Woods au fost abandonate. Crizele financiare derulate în anii '90 au evidenţiat puternica întrepătrundere a dimensiunilor financiare şi monetare ale economiei internaţionale, ceea ce impune tratarea în strânsă conexiune a SMI şi a sistemului financiar. Declanşarea în anii '90 a crizei asiatice a constituit un eveniment care a evidenţiat incapacitatea organismelor financiare internaţionale de a construi sisteme de alertă şi de prevenire a crizelor monetare şi bancare. La momentul respectiv s-a impus reexaminarea modului de funcţionare a organismelor monetare şi financiare internaţionale, astfel încât să permită o mai bună gestionare a noilor crize. La nivelul anului 1998, FMI a acordat Rusiei un împrumut istoric (de 22,6 miliarde dolari), iar Banca Mondială a acordat împrumuturi considerabile pentru susţinerea reformelor structurale şi pentru amortizarea impactului social al tranziţiei către economia de piaţă.

Necesitatea reformei SMI a fost generată, astfel, de criza asiatică şi de politicile promovate privind regimul cursurilor de schimb şi al supravegherii financiare.

Actuala criză financiară globală reprezintă o modificare majoră pentru FMI în calitate de instituţie care nu este în măsură să acorde împrumuturi SUA sau celorlalte ţări dezvoltate afectate de criză. La sfârşitul anului 2008, totalul resurselor financiare ale FMI erau de 352 miliarde dolari, din care 257 miliarde reprezentau cotele subscrise de ţările membre. În perioada 2001 – 2003, în timpul crizei din Argentina şi Brazilia, FMI a acordat cel mai mare împrumut, în sumă de 40 miliarde dolari.

Totodată, criza actuală poate constitui o oportunitate pentru FMI în a-şi revigora poziţia şi posibilitatea de a juca un rol constructiv în rezolvarea şi minimizarea efectelor crizei. În efortul său de sporire a capacităţii de supraveghere, FMI cooperează cu alte instituţii financiare, cum sunt: Forumul de Stabilitate Financiară, Banca Reglementărilor Internaţionale, Comitetul de la Basel etc.

BCU BIBLIOTECA CENTRALĂ UNIVERSITARĂ

5.2.4 Moneda DST. Semnificație și utilizare

DST este primul activ de rezervă, purtător de dobândă, creat prin decizie internațională; existența lui este legată de completarea activelor de rezervă existente și este alocat de către FMI membrilor participanți la Departamentul DST.

Definirea DST

În cadrul statutului FMI, conținutul valoric al unei unități DST a fost definit ca fiind echivalentul a 0,88867 g aur fin, ceea ce corespundea valorii paritare a dolarului la 1 iulie 1944. În anul 1974 s-a renunțat la definirea în aur a DST, trecându-se la o definire pe baza coșului valutar.

În urma primului amendament al statutului Fondului, s-a creat, alături de contul general (prin care se efectuează operațiunile și tranzacțiile ordinare ale FMI), un cont special de tragere, prin care se alocă DST țărilor participante.

DST-urile sunt „emise" și „anulate" de către FMI. Acesta are autoritatea, conform statutului, să creeze lichidități prin alocarea de DST membrilor săi, proporțional cu cotele acestora în cadrul FMI. De asemenea, statutul FMI dă posibilitatea anulării Drepturilor Speciale de Tragere, deși până în prezent nu a avut loc nicio astfel de operațiune. În cadrul statutului este prevăzut că orice decizie de alocare de DST trebuie să aibă la bază nevoia globală, pe termen lung, de suplimentare a rezervelor de mijloace de plată internaționale. Suma DST alocată fiecărui membru se determină într-un raport procentual față de cota de participare a țării membre la Fond. Alocarea se face gratuit, fără obligația efectuării unei contraprestații din partea beneficiarului. Anulările de DST se calculează ca procent asupra alocării cumulative nete de DST ale fiecărui membru.

Metoda inițială de evaluare a DST prin intermediul aurului a rămas în vigoare până la 30 iunie 1974. În 1970, când a început să funcționeze Contul Special de Tragere, 1 DST era egal cu 1 USD.

Începând cu iulie 1974, DST au fost definite pe baza unui coș de 16 monede naționale ale țărilor care dețineau în comerțul internațional o pondere mai mare de 1%. Ponderea aleasă pentru fiecare monedă a fost bazată pe participarea emitentului la exportul mondial. Dolarul făcea excepție de la această regulă, considerându-se că importanța sa în tranzacțiile internaționale este mai mare decât partea din exportul mondial care revenea SUA.

Coşul DST – iulie 1974

Tabelul 5.8

Moneda	Procentul	Cantitatea	Moneda	Procentul	Cantitatea
Dolarul SUA	33,0	0,40	Francul belgian	3,5	1,6
Marca germană	12,2	0,38	Coroana suedeză	2,5	0,13
Lira sterlină	9,0	0,045	Dolarul australian	1,5	0,012
Francul francez	7,5	0,44	Peseta spaniolă	1,5	1,1
Yenul japonez	7,5	26,0	Coroana norvegiană	1,5	0,099
Dolarul american	6,0	0,076	Coroana daneză	1,5	0,11
Lira italiană	6,0	47,0	Şilingul austriac	1,0	0,22
Guldenul olandez	4,5	0,14	Randul sud african	1,0	0,0082

Din 1981, coşul a inclus monedele a cinci ţări membre ale FMI, care aveau ponderea cea mai mare în comerţul mondial de bunuri şi servicii. Acestea erau cele cinci monede liber utilizabile: dolarul american, marca germană, yenul japonez, francul francez şi lira sterlină. Procentul deţinut de fiecare valută în total rezultă din importanţa fiecărei valute în comerţul şi plăţile internaţionale.

După lansarea euro, structura coşului este dată de:

- dolarul (43%);
- yenul japonez (12%);
- lira (9%);
- euro (36%).

Valoarea unui DST se determina prin însumarea valorilor în dolari ale monedelor din compoziţia DST. Aceasta este calculată zilnic, iar valoarea coşului este ajustat la fiecare cinci ani.

De exemplu, la 11 martie 2009, valoarea coşului DST se prezenta astfel:

Valoarea coşului DST

Tabelul 5.9

Moneda	Contribuţia la coş	Curs de schimb faţă de dolar	Echivalentul în dolari al monedelor
Euro	0,41 €	0,783 €/$	0,523201
Yen japonez	18,4 Y	98,31 Y/$	0,187163
Lira sterlină	0,0903 £	0,723 £/$	0,124768
Dolar USA	0,6320 $	1	0,63200
Total			1,467132

1DST=1,467132$

Conform statutului FMI, DST îndeplinesc următoarele funcţii:

- funcţia de *etalon monetar internaţional*, prin DST putându-se exprima paritățile şi cursurile valutare;
- funcţia de *mijloc de rezervă,* DST figurând între rezervele ţărilor, alături de aur şi valutele de rezervă. Rolul DST ca mijloc de rezervă internaţională rămâne limitat în mare parte, deoarece moneda FMI poate fi deţinută şi utilizată numai la nivel oficial de ţările membre. Deşi a fost creat şi „DST-ul privat", piaţa sa a rămas limitată;
- funcţia de *instrument de credit*, de procurare de monedă convertibilă prin intermediul FMI şi în anume condiţii;
- funcţia de *mijloc de plată,* limitată la plata de dobânzi şi comisioane datorate FMI.

O ţară membră a Fondului care primeşte DST de la FMI le poate utiliza astfel:

- participantul căruia i s-au alocat DST are dreptul să obţină în schimbul lor o sumă echivalentă în valută de la un alt membru al FMI, indicat de către Fond;
- pentru ca un participant să fie desemnat de Fond ca furnizor de valută, este necesar ca el să aibă o balanţă de plăţi şi rezerve monetare suficient de puternice. Participantul care furnizează valută unui alt participant va primi o sumă echivalentă în DST.

FMI presupune că toate operaţiile cu DST sunt efectuate doar pentru a face faţă unor nevoi ale balanţei de plăţi sau pentru cazul unei evoluţii nefavorabile a structurii rezervelor monetare internaţionale, după cum urmează:

- participantul poate plăti cu DST dobânzi şi comisioane către FMI sau poate răscumpăra cu DST moneda sa aflată la FMI, cu anumite excepţii;

- DST-urile pot fi utilizate pentru creşterea rezervei monetare oficiale, corespunzător cotei alocate;
- încheierea de acorduri swap, prin care un membru poate transfera altuia DST, în schimbul altui activ de rezervă, cu excepția aurului, cu obligația de a restitui valuta la o dată viitoare şi la un curs stabilit de comun acord;
- efectuarea de operațiuni forward, prin care o țară membră a FMI poate vinde sau cumpăra DST cu obligația plății la o dată viitoare, în schimbul oricăror active monetare, cu excepția aurului, la un curs la termen previzionat în momentul încheierii tranzacției;
- DST pot fi folosite pe piața financiară internațională, prin emiterea de obligațiuni exprimate în această monedă.

Prima alocare de DST s-a realizat în 1970. Din 1981 au aderat la Fond 38 de țări, iar faptul că ele nu au beneficiat de alocații de DST ridică anumite întrebări. În septembrie 1996, Comitetul interimar a cerut Consiliului executiv să-şi finalizeze activitatea printr-un amendament la statut privind furnizarea de alocații de DST, astfel încât toți membrii să primească o parte echitabilă din alocările cumulative de DST.

Rata de dobândă a DST

Ca activ de rezervă, DST este purtător de dobândă, cu scopul ca moneda FMI să devină atractivă pentru deținători. Astfel, toți deținătorii de DST primesc dobândă pentru deținerile lor, iar fiecare participant plătește un comision Fondului pentru suma alocărilor de DST. Rata de dobândă a DST este o medie ponderată a ratelor dobânzilor pentru instrumentele pe termen scurt de pe piețele monetare ale acelor state ale căror monede alcătuiesc DST. Ponderile ratelor dobânzilor pentru fiecare monedă în rata dobânzii exprimată în DST sunt similare ponderilor fiecărei monede în coşul DST.

Emisiuni de titluri exprimate în DST

Cumpărarea unei obligațiuni exprimate în DST se realizează plătindu-se contravaloarea acesteia, exprimată în dolari, la cursul pieței. Dacă peste un anumit timp obligațiunea în DST este vândută de către deținător, vânzarea se face la cursul dolar/DST din momentul respectiv.

Astfel, deşi numai autoritățile desemnate pot deține DST, înscrisurile exprimate în DST pot fi deținute şi de persoane fizice sau juridice. DST-urile utilizate în tranzacții în afara Fondului, în sectorul privat, se numesc DST-uri private. Dezvoltarea operațiunilor de DST a avut la bază

ideea de a oferi acestei monede internaționale un loc cât mai important în ansamblul relațiilor valutar-financiare internaționale, înlocuind aurul sau monedele naționale cu funcții internaționale.

Avantaje ale utilizării DST

Cu privire la utilizarea DST ca instrument de rezervă, au fost evidențiate următoarele **aspecte pozitive:**

- DST este mai stabil decât orice monedă națională.
- DST este emis de un organism internațional (FMI), fiind astfel independent de situația economică și financiară a unei țări. De asemenea, nu propagă situații negative în economia mondială (așa cum s-a întâmplat cu dolarul american).
- DST poate servi mai bine la menținerea unor rezerve monetare internaționale echilibrate, având în vedere că emisiunea acestora este dozată de FMI, în funcție de nevoile efective de lichiditate ale economiei mondiale.
- Sunt alocate în mod gratuit de Fond și, deci, nu imobilizează niciun activ financiar al unei țări.

Limite al utilizării DST

- DST nu îndeplinește decât parțial funcțiile unei monede internaționale, el nu este un mijloc direct de plată, ci indirect, prin mecanismul său de convertire în valute.
- DST nu circulă decât între autoritățile monetare (FMI, BRI, bănci centrale).
- Inflația și deflația de DST nu sunt excluse, FMI putându-se orienta greșit în determinarea necesarului de emisiune.
- Ca urmare a repartizării emisiunilor de DST proporțional cu cota subscrisă de către fiecare țară la FMI, majoritatea alocărilor revin țărilor industrializate, astfel că țările în curs de dezvoltare – ale căror nevoi sunt cele mai mari – primesc alocările cele mai mici.

5.2.5 Instituțiile internaționale și rolul acestora în cadrul SMI

1. FONDUL MONETAR INTERNAȚIONAL (FMI)

Cea mai importantă realizare a Acordului de la Bretton Woods a fost crearea, pentru prima dată în istorie, a unei instituții monetare internaționale – Fondul Monetar Internațional.

Acesta a fost creat în 1945, după modificarea statutului elaborat la Conferința de la Bretton Woods. Totodată, s-a constituit și Banca Internațională de Reconstrucție și Dezvoltare (BIRD), ambele instituții fiind necesare în perioada respectivă. FMI a îmbrăcat forma unui „jandarm al prosperității", însărcinat cu promovarea cooperării monetare internaționale și dezvoltarea comerțului transfrontalier. În prezent, rolul său este extins în numeroase domenii, respectiv globalizarea piețelor, mondializarea economiei, liberalizarea schimburilor etc..

Misiunea și obiectivele FMI

De la crearea sa, FMI și-a fixat o serie de obiective, și anume:

- promovarea cooperării monetare internaționale;
- favorizarea creșterii echilibrate a schimburilor comerciale internaționale;
- menținerea parității monedelor țărilor membre, în cadrul sistemului de cursuri fixe, care a fost în vigoare până în anul 1971;
- acordarea de credite țărilor care se confruntă cu dificultăți în vederea menținerii echilibrului balanței de plăți, a finanțării proiectelor de ajustare și a reformelor macroeconomice.
- acordarea de consiliere în materie de politică economică și fiscală țărilor membre;
- acordarea de asistență tehnică băncilor centrale, în materie de contabilitate, fiscalitate și alte probleme financiare;

FMI este responsabil față de 184 de state membre și această responsabilitate este esențială pentru eficacitatea sa. Cea mai înaltă autoritate a FMI este Consiliul Guvernatorilor, în care sunt reprezentanți ai tuturor țărilor membre și care se reunește o dată pe an. Principalele probleme care vizează SMI sunt examinate de către un Comitet al Guvernatorilor, numit Comitetul Monetar și Financiar Internațional.

Resursele Fondului provin, în principal, din subscrieri ale statelor membre, acestea fiind denumite cote–părți. Devenind membră a FMI, fiecare țară trebuie să verse cota–parte în momentul adeziunii. Suma cotei–părți diferă în funcție de puterea economică a țării pe plan internațional.

În luna martie 2009, contribuția cea mai mare la Fond era a SUA (16,83%), urmată de Japonia (6,04%), Germania (5,90%), Franța (4,87%) și Marea Britanie (4,87%), China (3,67%), Arabia Saudită (3,17%), Rusia (2,70%). De asemenea, există și țări cu o contribuție infimă, ca de exemplu Sao Paolo cu 0,0003% din totalul resurselor.

În plus, față de aceste resurse proprii, FMI poate contracta împrumuturi cu scopul de a întări asistența sa financiară acordată țărilor membre.

FMI sprijină statele membre, prin următoarele modalități:

- examinarea și urmărirea evoluției situației economice și financiare la nivel național și internațional și consilierea în domeniul economic;
- acordarea de împrumuturi în valută pentru susținerea politicilor de ajustare și a reformelor necesare pentru corijarea dezechilibrelor și promovarea creșterii durabile;
- acordarea de asistență tehnică diversificată etc.

Principalele măsuri sugerate de FMI țărilor membre în cadrul planurilor lor de redresare economică sunt:

- **deprecierea monedei naționale.** Aceasta este o măsură care favorizează exporturile, diminuează importurile și permite resorbirea deficitului balanței comerciale;
- **diminuarea cheltuielilor publice,** care se concretizează în reducerea sau suprimarea subvențiilor de care beneficiază anumite produse și în privatizarea unor întreprinderi publice, cu scopul de a ameliora gestiunea acestora;
- **blocarea salariilor** este o măsură care vizează reducerea inflației și stimularea investițiilor;
- **participarea mai amplă** la comerțul internațional prin stimularea exporturilor, cu scopul de a restabili competitivitatea economiei și a permite o mai bună alocare a resurselor.

2. BANCA MONDIALĂ

Această instituție a fost creată în decembrie 1947 sub denumirea Banca Internațională pentru Reconstrucție și Dezvoltare, după semnarea Acordului de la Bretton Woods. La 25 iunie 1946 acorda primul său împrumut Franței (în valoare de 250 milioane dolari, suma actualizată).

Banca Mondială a fost creată, în principal, pentru a ajuta Europa și Japonia în procesul lor de reconstrucție după al Doilea Război Mondial. De asemenea, a avut ca obiectiv suplimentar încurajarea creșterii economice în țările în curs de dezvoltare. La începuturile sale, Banca Mondială a finanțat mari proiecte de investiții de infrastructură (centrale electrice, autostrăzi, aeroporturi etc.).

După relansarea economică a Europei și a Japoniei, Banca Mondială a fost preocupată exclusiv de țările în curs de dezvoltare, iar după anii '90 de finanțarea țărilor post–comuniste.

Instituțiile Băncii Mondiale

Cu apelativul „Banca Mondială" sunt desemnate în prezent cinci instituții:

- BIRD (Banca Internațională pentru Reconstrucție și Dezvoltare);
- AID (Asociația Internațională de Dezvoltare), creată în anul 1960, împrumuturile sale fiind rezervate țărilor slab dezvoltate;
- SFI (Societatea Financiară Internațională), fondată în 1956 pentru a finanța întreprinderile private;
- Centrul internațional pentru reglementarea diferendelor referitoare la investiții, fondat în 1966;
- Agenția Multilaterală de Garantare a Investițiilor, fondată în 1986.

Cea mai importantă instituție din cadrul acestui grup este BIRD, a cărei funcționare este asigurată de vărsarea cotizațiilor stabilite pentru statele membre.

Obiectivele Băncii Mondiale au evoluat în decursul anilor, dar pot fi sintetizate astfel:

- reducerea sărăciei; este un obiectiv care l-a înlocuit în ultimii ani pe cel de creștere economică;
- favorizarea constituirii de mici întreprinderi;
- sprijinirea proiectelor de finanțare a educației și dezvoltării durabile;
- promovarea de politici în favoarea protejării mediului înconjurător și în favoarea protecției sociale.

Această instituție acordă împrumuturi la rate de dobândă preferențiale țărilor membre aflate în dificultate. În schimb, solicită acestor țări să aplice politici de ajustare structurală, pentru limitarea corupției, menținerea echilibrului bugetar sau facilitarea democrației.

Acțiunile Băncii Mondiale sunt *deseori criticate*, în mod special de guvernele care trebuie să adopte măsuri anticorupție și alegeri democrate, precum și de susținătorii mișcării antiglobalizare.

De asemenea, BIRD a făcut obiectul unor *critici* legate de lipsa de eficacitate a acțiunilor sale în favoarea dezvoltării economice și, în plus, de consecințele sociale și de mediu ale proiectelor susținute și finanțate în țările slab dezvoltate. În acest context, este criticat rolul modest al Băncii Mondiale în dezvoltarea economică a acestor țări în favoarea capitalurilor private, investite în proiecte rentabile. Acțiunile Băncii Mondiale s-au concentrat, îndeosebi, în direcția țărilor cu venituri medii: China, India, Mexic, Brazilia sau Maroc. O altă critică adusă Băncii Mondiale este cea privind influența SUA, în sensul că acestea își promovează prin finanțările Băncii Mondiale propriile interese în țările slab dezvoltate.

În concluzie, atât Banca Mondială cât şi FMI oferă sprijinul lor guvernelor statelor membre care îşi elaborează propriile strategii. Banca Mondială, de exemplu, are un rol – cheie în stabilirea proiectelor sociale ale ţărilor membre, pentru reducerea sărăciei; FMI îşi dă avizul său asupra domeniilor în care îşi execută mandatul său tradiţional şi încurajează, în special, guvernele acestor ţări în derularea unei politici macroeconomice prudente. Cele două instituţii au competenţe şi asupra unor domenii precum: finanţe publice; execuţie şi transparenţă bugetară; administrarea fiscală şi vamală.

5.3 Aplicaţii

Aplicaţia nr. 1

Banca „X" prezintă un nivel al depozitelor în sumă de 35000 u.m. constituită prin atragere de resurse de la populaţie şi agenţi economici. Volumul maxim al creditelor, urmând logica multiplicatorului creditului, a înregistrat valoarea 187.600 u.m. Cunoscând că preferinţa pentru numerar a utilizatorilor este de 8% (coeficientul de fugă), să se determine nivelul ratei RMO practicată în sistemul bancar.

Rezolvare

$$mcredit = \frac{Di}{rRMO + n - rRMO \times n}$$

în care
n = coef. de fugă;
Di = depozit iniţial

$$187600 = \frac{35000}{rRMO + 8\% - rRMO \times 8\%}$$

$$187600 = \frac{35000}{rRMO(1 - 8\%) + 8\%} \Rightarrow$$

$$187600 = \frac{35000}{0{,}92 \cdot rRMO + 0{,}08} \Rightarrow$$

$$187600\ (0{,}92 \cdot rRMO + 0{,}08) = 35000$$

$$172592 \cdot rRMO = 35000 - 15008$$

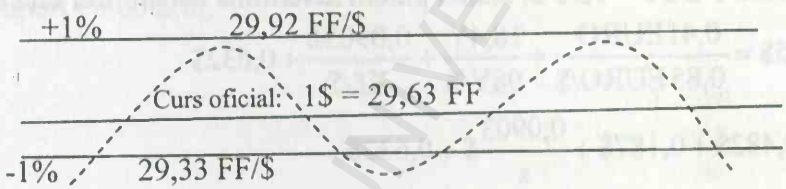
$$rRMO = \frac{19992}{172592} \Rightarrow rRMO = 11{,}58\%$$

Aplicația nr. 2

În perioada cursurilor de schimb fixe, definiția oficială a francului francez era: 1$ = 29,63 FF. Care era nivelul până la care putea să se deprecieze moneda franceză în raport cu dolarul și de la care erau necesare intervențiile băncii centrale?

Rezolvare

- Până în anul 1971 în perioada parităților fixe ±1%:
  - nivelul maxim al cursului (depreciere)
    29,63 FF/$ + 29,63 x 1% = 29,92 FF/$
  - nivelul minim al cursului (apreciere)
    29,63 FF/$ - 29,63 x 1% = 29,33 FF/$



Intervențiile băncii centrale aveau loc numai dacă se depășeau aceste marje de ±1%, majorate ulterior la ±2,25%.

- După anul 1971, prin lărgirea marjelor de fluctuație la ± 2,25%, rezulta:
  29,63 FF/$ + 2,25% x 29,63 = 30,29 FF/$ (depreciere maximă);
  29,63 FF/$ - 2,25% x 29,63 = 28,96FF/$ (apreciere maximă).

Aplicația nr.3

Se cunoaște contribuția la coșul DST a monedelor componente astfel: 0,41 EURO; 18,4 Yeni; 0,0903 £; 0,6320 $.

Cursurile de schimb ale monedelor față de dolar la momentul t_0 sunt următoarele:

0,82 €/$; 100 Y/$; 0,65£/$

a) Să se determine cursul dolarului față de moneda coș, DST.

b) Dacă se cunoaște că 1 DST = 1,35$, iar cursurile pe piața valutară sunt: 0,85 €/$ și 98 Y/$, să se determine cotația lirei sterline față de dolar.

BCU CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

Rezolvare

a) pe baza contribuțiilor la coș și a cursurilor față de dolar ale monedelor, se determină echivalentul contribuțiilor (prin raportarea contribuției la cursul de schimb).

Moneda	Contribuția la coș	Curs de schimb	Echivalent în dolari al contribuției
EURO	0,41 €	0,82 €/$	0,5 $
Yen	18,4 Y	100 Y/$	0,184 $
Lira sterlină	0,0903 £	0,65 £/$	0,138 $
Dolar	0,6320 $	1	0,632 $
	1 DST = 1,454 $		

b) dacă 1 DST = 1,35 $, atunci putem determina cursul lirei față de dolar.

$$1{,}35\$ = \frac{0{,}41\,\text{EURO}}{0{,}85\,\text{EURO/\$}} + \frac{18{,}4\text{Y}}{98\text{Y/\$}} + \frac{0{,}0903\text{£}}{\text{X£/\$}} + 0{,}632\$$$

$$= 0{,}482\$ + 0{,}187\$ + \frac{0{,}0903}{x}\$ + 0{,}632\$$$

$$1{,}35\$ = 1{,}301\,\$ + \frac{0{,}0903}{x}\$$$

$$0{,}0903 = x \cdot 0{,}049$$

$x = 0{,}542 \Rightarrow$ cursul lirei față de dolar

$0{,}542$ £/$

Aplicația nr.4

În momentul adoptării bimetalismului în România, definiția oficială a leului a fost:

1 leu = 0,322 g. aur

1 leu = 5 g. argint

În aceeași perioadă, definiția dolarului era:

1$ = 27,75 g. aur

1$ = 371,25 g. argint

- Care era paritatea metalică a leului față de dolar?
- Dacă monedele au fost redefinite astfel: 1 leu = 0,009 g. aur și 1$ = 0,888671 g. aur, cum s-a modificat paritatea metalică?

BCU CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

Rezolvare:

În funcție de definiția în aur, paritatea dintre cele două monede a fost de:

$$\frac{0{,}888671\text{ g. aur/\$}}{0{,}009\text{ g. aur/leu}} = 98{,}74\text{ lei/\$}$$

$$\frac{27{,}75\text{ g. aur/\$}}{0{,}322\text{g. aur/leu}} = 86.18\text{ lei/\$}$$

În urma redefinirii monedelor prin devalorizarea acestora (respectiv, scăderea conținutului în aur), se ajunge la un nivel mai redus al cursului leului în raport cu dolarul.

BCU IASI/CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

Capitolul 6

Uniunea Monetară Europeană

6.1 Etape premergătoare Uniunii Monetare Europene
6.2 Sistemul Monetar European
  6.2.1 Scop şi mecanisme de funcţionare
  6.2.2 Evoluţia Sistemului Monetar European
6.3 Uniunea Monetară Europeană
  6.3.1 Crearea Uniunii Monetare Europene. Tratatul de la Maastricht
  6.3.2 Moneda EURO. Beneficii şi utilizări
    6.3.2.1 Beneficiile monedei EURO
    6.3.2.2 Utilizările monedei EURO
  6.3.3 Integrarea monetară, componentă a integrării europene
6.4 Uniunea Monetară Europeană şi Teoria Zonelor Monetare Optime

Cuvinte-cheie: Sistem monetar european; ECU; FECOM; Uniunea Monetară Europeană; Banca Centrală Europeană; EURO; criterii de convergenţă nominală şi reală; Zona Monetară Optimă

BCU CLUJ-NAPOCA UNIVERSITY LIBRARY

UNIUNEA MONETARĂ EUROPEANĂ

Motto
Când este vorba de bani,
toți sunt de aceeași religie.
Voltaire

Ideea creării unei uniuni monetare a îmbrăcat forme diferite şi s-a materializat în următoarele momente mai importante:

- În anul 1865 s-a creat Uniunea Monetară Latină prin participarea Franței, Belgiei, Elveției şi Italiei. Fiecare țară a consimțit baterea unei monede unice standard, care să fie acceptată ca monedă legală în fiecare din țările membre. Consecința creării a constat în eliminarea fluctuațiilor cursurilor dintre cele mai importante valute, în perioada 1870-1914. Primul Război Mondial a condus la desființarea Uniunii.
- Alte eforturi de a crea o uniune monetară s-au manifestat şi după al Doilea Război Mondial, dintre acestea remarcându-se următoarele situații:
  - o țară mică a preluat moneda unei țări mai mari;
  - mai multe țări au renunțat la controlul asupra politiciilor lor monetare în favoarea unei bănci centrale supranaționale.
- În prezent, se poate vorbi despre **„uniune monetară"** în diferite regiuni ale lumii. Astfel, Uniunea Economică şi Monetară Vest-Africană, Uniunea Economică şi Monetară Central-Africană şi Piața Comună Est – Caraibiană au propriile bănci centrale, iar monedele utilizate sunt francul francez (până în 1999, apoi EURO) pentru primele două şi dolarul, pentru al treilea caz.

Aceste realizări **în plan monetar** evidențiază o preocupare din partea țărilor de a participa la o uniune în care să se utilizeze o singură monedă, atunci când sunt îndeplinite o serie de condiții. Actuala construcție monetară europeană a fost precedată de o serie de evenimente importante.

BCU IAŞI - BIBLIOTECA UNIVERSITARY LIBRARY

6.1 Etape premergătoare Uniunii Monetare Europene

Tratatul de la Roma (1957) a reprezentat un moment de referință în amplul şi dificilul *proces de integrare monetară europeană*. Semnarea tratatului a fost actul de naştere a Comunității Economice Europene (CEE) şi a avut ca principale obiective:

- crearea unei piețe comune, caracterizată prin libera circulație a bunurilor, serviciilor şi capitalurilor;
- stabilirea unei politici comerciale unitare a țărilor membre ale CEE în relațiile cu terțe țări;
- o mai bună coordonare a politicilor monetare ale țărilor membre, îndeosebi în domeniul celor de curs de schimb.

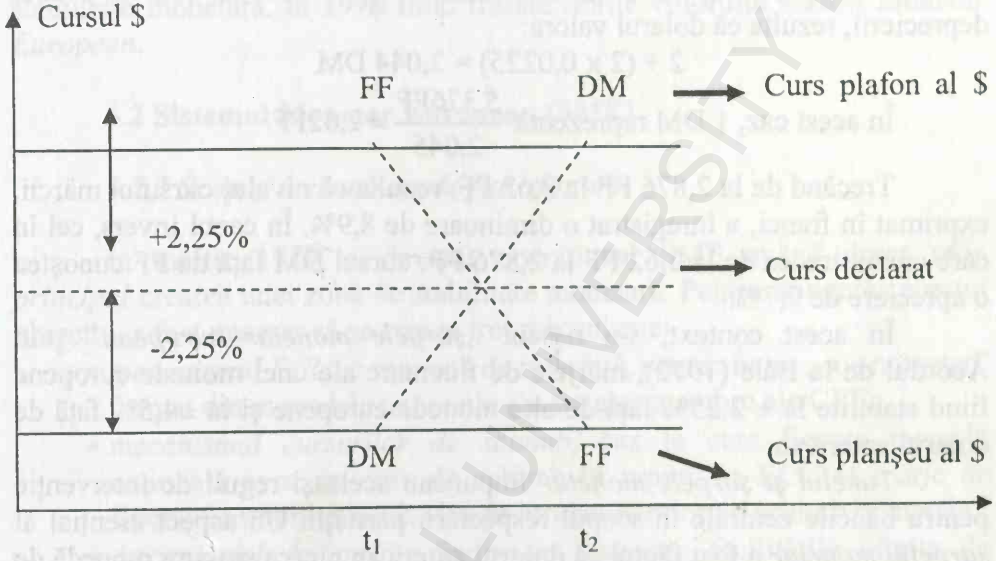
Planul Werner (1969) a marcat un pas important pe linia integrării monetare. Drept urmare, în 1969 s-a constituit un grup de experți, coordonat de Pierre Werner, care a primit din partea țărilor membre ale CEE misiunea elaborării unui set de măsuri privind etapele ce urmau a fi parcurse pentru crearea unei uniuni monetare în spațiul european şi care au vizat, în principal:

- armonizarea politicilor monetare şi fiscale;
- reducerea marjelor de fluctuație între monedele naționale ale țărilor membre, ca premisă pentru stabilirea între acestea a unor cursuri de schimb fixe;
- crearea unui fond comun de cooperare monetară, în măsură să administreze o parte din rezervele monetare oficiale ale țărilor membre şi să ofere facilități de finanțare acestora pentru sprijinirea monedelor naționale aflate în dificultate;
- crearea unei monede europene unice.

Acordul de la Washington. Şarpele monetar

După cum am menționat în capitolul precedent, Sistemul Monetar Internațional (SMI), creat în 1944 la Bretton Woods şi care a jucat un rol important în *asigurarea stabilității monetare* o bună perioadă de timp, a cunoscut după anii '60 o puternică criză, caracterizată prin abandonarea treptată a principiilor pe baza cărora s-a construit. Drept urmare, prin Acordul de la Washington (1971), marjele de fluctuare a cursurilor de schimb ale monedelor europene s-au modificat de la ±1% la ± 2,25% față de cursul oficial al acestora în raport cu dolarul american (activ de rezervă şi de plată în relațiile internaționale). Această modificare a marjelor nu a asigurat decât o stabilitate limitată a cursurilor de schimb şi pentru o perioadă scurtă.

Dacă, de exemplu, o monedă se afla la limita superioară, în timp ce o alta se afla la limita inferioară (respectiv moneda era la nivelul „plafon" sau la nivelul „planşeu"), rezulta că cele două înregistrau o abatere a cursului de 4,5% în raport cu cel oficial. Dacă o monedă care se afla la nivelul *plafon* trecea la nivelul *planşeu*, în timp ce o altă monedă urma o traiectorie inversă, rezulta că ecartul între ele ajungea la 9%.



Să presupunem că nivelul cursului oficial al francului francez în raport cu dolarul era de: 1$ = 5,5 FF, în timp ce al mărcii germane corespundea egalităţii 1$ = 2 DM. Se poate deduce că:

$$1\,DM = \frac{5,5}{2} = 2,7FF$$

Practicarea marjelor de fluctuaţie de ± 2,25% avea ca efect situarea francului la nivelul său cel mai scăzut; atunci dolarul valora: 5,5 + (5,5 x 0,0225) = 5,623 FF. De asemenea, francul francez înregistra cel mai bun nivel atunci când dolarul valora:

$$5,5 - (5,5 \times 0,0225) = 5,376\ FF$$

Marca germană avea cel mai bun curs atunci când dolarul valora:

$$2 - (2 \times 0,00225) = 1,955\ DM$$

şi cel mai scăzut nivel al cursului era atunci când dolarul reprezenta:

$$2 + (2 \times 0,0225) = 2,04\ DM$$

Dacă se determina cursul DM faţă de FF, se putea constata că:

$$1DM = \frac{5,623}{1,955} = 2,876\,FF$$

Comparativ cu situația precedentă, cursul DM exprimat în FF s-a modificat cu:

$$\frac{2,876-2,75}{2,75} x100 = 4,58\%$$

Dacă FF se aprecia până la nivelul maxim autorizat de sistem, rezulta că dolarul reprezenta: 5,5 – (5,5 x 0,0225) = 5,376 FF

În același timp, dacă marca urma o traiectorie inversă, în sensul deprecierii, rezulta că dolarul valora:

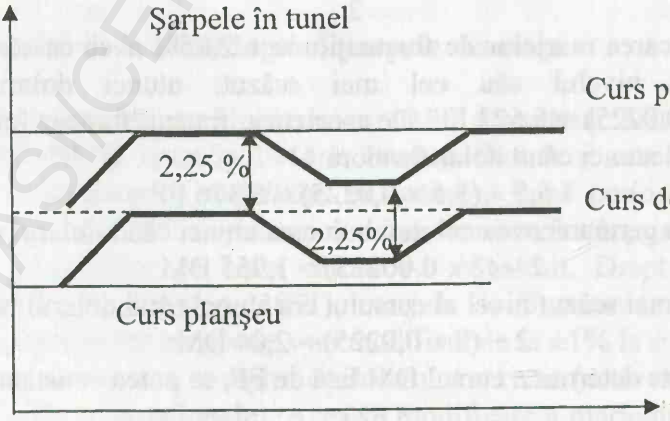
$$2 + (2 \times 0,0225) = 2,044 \text{ DM}$$

În acest caz, 1 DM reprezenta $\frac{5,376FF}{2,045} = 2,62FF$

Trecând de la 2,876 FF la 2,62 FF, rezulta că nivelul cursului mărcii, exprimat în franci, a înregistrat o diminuare de 8,9%. În cazul invers, cel în care cursul trecea de la 2,62 FF la 2,876 FF, cursul DM față de FF cunoștea o apreciere de 9,7%.

În acest context, s-a născut *„șarpele monetar european"* prin Acordul de la Bâle (1972), marjele de fluctuare ale unei monede europene fiind stabilite la ± 2,25% față de alte monede europene și la ±4,5% față de dolarul american.

Tunelul și șarpele monetar impuneau aceleași reguli de intervenție pentru băncile centrale în scopul respectării parității. Un aspect esențial al *șarpelui monetar* a fost faptul că dolarul american nu era singura monedă de intervenție, băncile centrale având obligația să dețină importante și diversificate rezerve valutare pentru a interveni pe piață în scopul menținerii parității față de dolar.



BCU IASI CENTRU UNIVERSITY LIBRARY

Realitatea *nu a confirmat aşteptările* şi, drept urmare, acest mecanism nu a funcţionat, unele din ţările membre părăsind şarpele din tunel. Altfel spus, mult preconizata stabilitate a cursurilor de schimb nu a fost confirmată, iar insuficienta armonizare a politicilor economice a determinat ca experienţa *şarpelui monetar* să fie apreciată ca un regres al procesului de integrare monetară. În acest context, dificultăţile *şarpelui monetar* au condus autorităţile monetare spre căutarea unei zone de stabilitate monetară, în 1978 fiind trasate liniile viitorului *Sistem Monetar European*.

6.2 Sistemul Monetar European (SME)

6.2.1 Scop şi mecanisme de funcţionare

În martie 1979, a devenit operaţional SME având drept *scop principal* crearea unei zone de stabilitate monetară. Pentru atingerea acestui obiectiv, a fost necesar să se creeze trei mecanisme:

- *mecanismul ECU*; o monedă de referinţă, respectiv un „coş monetar" format din monedele naţionale ale statelor membre ale CEE;
- *mecanismul cursurilor de schimb*, caz în care fiecare monedă naţională avea un curs de schimb în raport cu ECU şi marje de fluctuaţie stabilite la ±2,25% în jurul cursurilor de schimb bilaterale;
- *mecanismul de sprijin financiar*, respectiv facilităţile oferite de băncile centrale pentru susţinerea monedelor naţionale aflate în dificultate.

1. Mecanismul ECU (European Currency Unit)

Moneda ECU era definită pe baza unui „coş" de monede aparţinând ţărilor participante la sistem, iar ponderea fiecăreia în definirea ECU era în funcţie de nivelul PIB-ului, de volumul schimburilor comerciale etc. La demararea SME (13 martie 1979), valoarea ECU a fost calculată pornind de la cursurile efective ale monedelor pe pieţele valutare (din 12 martie 1979). Calculele au condus la următoarele parităţi (cursuri) oficiale:

1 ECU = 5,7983 FF;
= 2,510 DM;
= 2,7207 guldeni olandezi;
= 1148,15 lire italiene;
= 39,4582 franci belgieni;
= 7,0859 coroane daneze;
= 0,6626 lire irlandeze.

Deci, monedele care au format coşul ECU aveau *ponderi* diferite stabilite după criteriile amintite (nivelul PIB; volumul schimburilor comerciale etc.), revizuibile la fiecare cinci ani, ultima revizuire având loc în 1994. *Revizuirea* coşului monetar avea loc numai dacă ponderea unei monede se modifica cu mai mult de 25% de la ultima evaluare şi a urmărit evitarea unor eventuale perturbaţii pe pieţele valutare.

În tabelul 6.1. sunt prezentate ponderile în ECU ale monedelor, în diferite momente, de la înfiinţare până în 1994, evidenţiindu-se şi momentele de intrare sau ieşire din sistem a unora dintre ele.

Compoziţia ECU

Tabelul 6.1

Moneda componentă	13.03.1979	17.09.1984	21.09.1989	08.10.1990	17.03.1994	Curs central faţă de ECU/1994
Marca germană	33%	32,5%	30,5%	30,36%	32,32%	1,9496
Francul francez	19,8%	19,8%	19,4%	19,33%	20,27%	6,5388
Lira	13,3%	15%	12,1%	12,6%	11,45%	0,7867
Lira italiana	9,5%	10,2%	9,9%	9,87%	7,96%	1793,19
Guldenul olandez	10,5%	10,1%	9,6%	9,87%	10,13%	2,1967
Francul belgian	9,6%	8,5%	8,1%	8,09%	8,30%	40,2123
Coroana daneză	3,1%	2,7%	2,5%	2,52%	2,62%	7,4367
Lira irlandeză	1,1%	1,2%	1,1%	1,11%	1,07%	0,8086
Drahma grecească			0,8%	0,70%	0,51%	264,513
Peseta spaniolă			5,2%	5,15%	4,34%	154,250
Escudo portughez			0,8%	0,78%	0,70%	192,854
	100%	100%	100%	100%	100%	100%

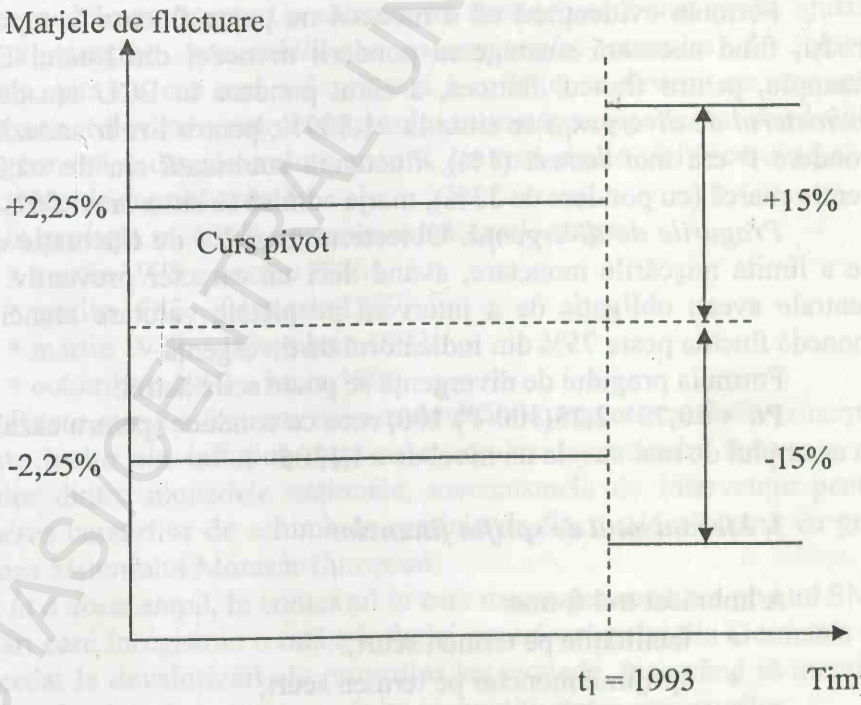
Moneda ECU a cunoscut trei forme: *ECU coş, ECU public (oficial) şi ECU privat.* În timp ce ECU coş reprezenta o entitate pur nominală, o simplă unitate de cont, cel oficial (public) era un coş de monede în structura căruia intrau devizele (dolarul american) şi aurul. ECU public (oficial) a fost creat de Fondul European de Cooperare Monetară (FECOM) în contrapartidă cu un depozit de aur şi dolari, constituit de ţările membre, obligate să depună la această instituţie 20% din rezervele lor monetare oficiale. În contrapartidă, respectivele ţări erau creditate în ECU prin conturile lor deschise la FECOM. ECU privat a avut utilizări importante: pe pieţele monetare; în evaluarea activelor financiare (obligaţiuni, polițe de

asigurare etc.); în emiterea de certificate de depozit şi a cecurilor de călătorie; în exprimarea creanţelor şi datoriilor dintre subsidiarele companiilor multinaţionale; în acordarea de credite etc.

2. Mecanismul cursurilor de schimb

Încă de la înfiinţare, ECU a fost unitate de cont şi a reflectat media puterilor de cumpărare ale monedelor care l-au compus. Fiecare ţară membră putea stabili, în funcţie de puterea de cumpărare a monedei sale, un curs faţă de ECU denumit *curs central*. Din compararea cursurilor centrale a două monede faţă de ECU, rezultau cursurile *bilaterale*, fiind în acelaşi timp cursuri oficiale în sistem. *Cursurile de piaţă* puteau fluctua faţă de cursul central (pivot), ajustat cu maximum ±2,25%. Valoarea ECU se determina zilnic de către o comisie specială desemnată în acest scop. Ulterior marja de fluctuaţie a fost fixată la ±15%.

Marjele de fluctuare şi evoluţia în timp



BCU IAŞI CENTRAL UNIVERSITARĂ

Sintetizând, putem spune că *mecanismul cursurilor de schimb* avea două componente:

- un mecanism al *cursurilor de schimb bilaterale*, în jurul cărora se stabileau limite maxime şi minime de fluctuaţie în interiorul cărora trebuiau să se încadreze monedele ţărilor participante la sistem, acestea având obligaţia să intervină pe piaţa valutară pentru a menţine funcţionarea acestui mecanism;
- un *indicator (prag) de divergenţă* al cotării unei monede faţă de anumite limite stabilite în raport cu ECU şi care reprezenta 75% din marjele de fluctuaţie. Când pragul era atins, băncile centrale aveau obligaţia să intervină pentru a corecta această evoluţie a fluctuaţiilor cursurilor de schimb.

Marjele de fluctuaţie erau individualizate, respectiv diferenţiate pentru fiecare monedă. Formula de calcul a *indicatorului de divergenţă* a fost următoarea:

$$\mathbf{I = \pm 2{,}25\ (100\text{-}P)/100}$$

în care P reprezenta ponderea monedei respective în coşul ECU.

Formula evidenţiază că o monedă nu putea fluctua în raport cu ea însăşi, fiind necesară sustragerea ponderii monedei din totalul ECU. De exemplu, pentru francul francez, a cărui pondere în ECU era de 19,6%, *indicatorul de divergenţă* se situa la ±1,809%; pentru lira irlandeză, a cărei pondere P era mai redusă (1%), fluctuaţia autorizată era de ±2,22%, iar pentru marcă (cu pondere de 33%), marja admisă se situa la ±1,50%.

Pragurile de divergenţă. Obiectivul marjelor de fluctuaţie era acela de a limita mişcările monetare, având deci un caracter preventiv. Băncile centrale aveau obligaţia de a interveni pe pieţele valutare atunci când o monedă fluctua peste 75% din indicatorul de divergenţă.

Formula pragului de divergenţă se poate scrie astfel:

Pd = ±0,75 · 2,25(100-P)/100, ceea ce conduce (pentru cazul mărcii, în exemplul de mai sus) la un nivel de ±1,1306.

3. Mecanismul de sprijin financiar

A îmbrăcat trei forme:

- facilităţile pe termen scurt;
- sprijinul monetar pe termen scurt;
- asistenţa financiară pe termen mediu.

Scopul *facilităţilor pe termen scurt* era acela de susţinere a intervenţiilor băncilor centrale pentru menţinerea cursurilor de

schimb ale propriilor lor monede în marjele de fluctuație stabilite. Inițial perioada de finanțare a fost de 45 de zile, ulterior fiind extinsă la 75 de zile.

- *Sprijinul monetar pe termen scurt* a reprezentat o facilitate automată, menită să asigure finanțarea pe termen scurt (maxim trei luni) a deficitului temporar de balanță de plăți sau în cazul scăderilor bruște ale rezervelor monetare oficiale.
- *Asistența financiară pe termen mediu* a îmbrăcat forma unui ajutor financiar (2-5 ani) acordat țărilor membre care se confruntau cu deficite mari de balanțe de plăți sau ale celor privind fluxurile de capital. Creanțele și obligațiile erau denominate în ECU, echivalentul lor în monedă națională stabilindu-se pe baza cursurilor zilnice la data efectuării operațiunilor.

6.2.2 Evoluția Sistemului Monetar European

În cadrul SME, în primii 10 ani de evoluție (1979-1986) ratele inflației au prezentat valori diferite, cu impact deosebit asupra cursurilor dintre monedele europene. Ca urmare, au fost necesare mai multe ajustări pentru a menține *sustenabilitatea mecanismului cursului de schimb.* Germania, țara cu cea mai scăzută rată a inflației, a devenit un exemplu, Bundesbank a devenit centrul sistemului monetar european, iar după 1986 marca germană a devenit valuta ancoră, tot mai multe țări încercând să-și lege moneda de această valută.

În evoluția sa, SME a parcurs următoarele etape:

- martie 1979 – martie 1983;
- aprilie 1983 – februarie 1987;
- martie 1987 – septembrie 1992;
- octombrie 1992 – iunie 1996.

Prima etapă a fost una extrem de dificilă, caracterizată, în principal, prin rate înalte ale inflației, fapt ce a condus la revizuiri frecvente ale parităților dintre monedele naționale, mecanismele de intervenție pentru menținerea cursurilor de schimb în marjele de fluctuație păstrând cu greu coeziunea Sistemului Monetar European.

În a doua etapă, în contextul în care marca germană era pivotul SME, unele țări care înregistrau o rată a inflației superioară celei din Germania nu au procedat la devalorizări ale propriilor lor monede, încercând să mențină prețurile sub control pentru a nu afecta competitivitatea exporturilor.

Dorind să-și păstreze autonomia în ce privește politica monetară, controlul schimburilor valutare era singura alternativă care venea, însă, în contradicție cu punerea în practică a liberei circulație a capitalurilor, care a

devenit de altfel realitate ceva mai târziu, respectiv în iulie 1990. Alte țări au renunțat însă la autonomia politicilor lor monetare, optând pentru convergența spre rata inflației din Germania.

Drept urmare, o țară nu putea avea concomitent o politică monetară autonomă, un regim fix al cursurilor de schimb și o liberă circulație a capitalurilor[1], ci trebuia să opteze pentru două dintre ele și anume:

- dacă opta pentru un curs de schimb fix și o rată a dobânzii de politică monetară independentă, trebuia să practice un control al schimburilor valutare și să renunțe la libera circulație a capitalurilor;
- dacă alegea un curs de schimb fix și libera circulație a capitalurilor, nu mai putea fixa independent rata dobânziii de politică monetară;
- în sfârșit, dacă opta pentru o rată a dobânzi de politică monetară și fluxuri libere de capital, trebuia să accepte un curs de schimb flotant.

În cadrul celei de-a treia etape, funcționarea SME nu a cunoscut reajustări semnificative, convergența nominală fiind destul de puternică. Inflația a înregistrat niveluri relativ scăzute, fiind însoțită de o scădere a ratelor de dobândă și de o stabilizare a cursurilor de schimb. Totodată, controlul schimburilor valutare a fost eliminat, iar piața de capital a intrat într-un proces de integrare, cu un efect pronunțat stabilizator, aceasta nefiind incompatibilă cu stabilitatea cursurilor de schimb. S-a creat iluzia că SME poate funcționa ca o cvasi – uniune monetară.

A patra etapă și ultima a fost dominată, într-o primă fază, de crize, iar ulterior de un mecanism al cursurilor de schimb care a urmat reguli diferite: unele monede naționale au părăsit mecanismul de schimb; au avut loc pentru alte monede naționale devalorizări succesive; unele țări au renunțat la legarea monedelor lor de ECU; s-a lărgit marja de fluctuație la ±15% (1993); s-a instalat controlul schimburilor valutare în anumite țări etc.

Drept urmare, putem aprecia că a fost perioada cea mai afectată de crize, motiv pentru care s-a vehiculat foarte mult ideea de colaps al SME. Majoritatea specialiștilor au apreciat că, de-a lungul funcționării sale, accentul a fost pus mai mult pe crearea unei piețe unice în detrimentul scopului fixat inițial și anume realizarea unei zone de stabilitate monetară. În acest context, s-au intensificat eforturile privind proiectul creării uniunii monetare.

[1] Această regulă este cunoscută în literatura de specialitate sub denumirea de „triunghiul incompatibilităților" sau „trinitatea imposibilă" fiind formulată de Mundell și Fleming.

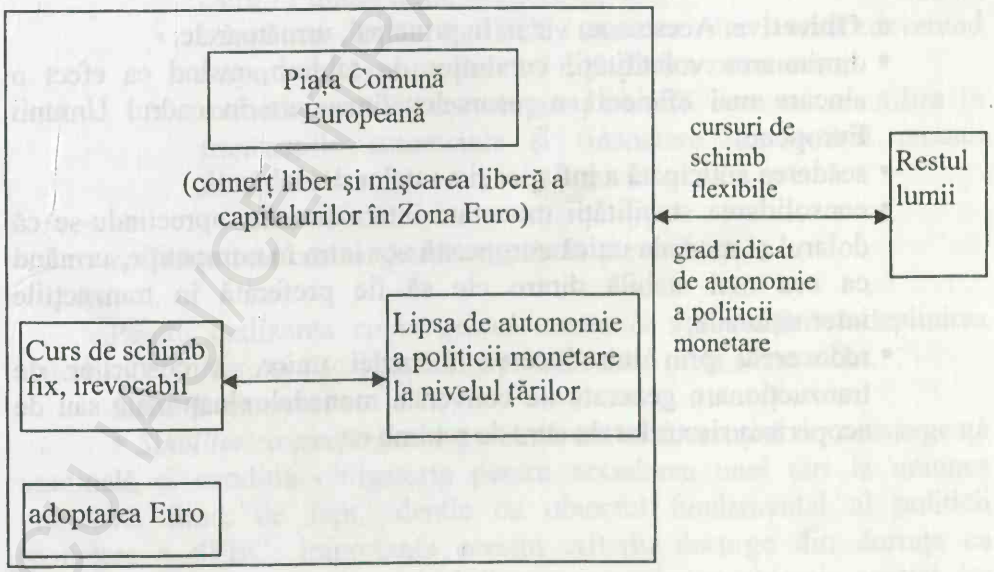
Altfel spus, procesul construcției monetare europene s-a bazat pe trei obiective majore și anume:

- schimburi libere și mobilitatea capitalurilor;
- autonomia politicii monetare;
- cursuri de schimb fixe.

Pentru a evidenția imposibilitatea menținerii concomitente a acestor deziderate, s-a utilizat, așa cum am menționat, sintagma *„imposibila trinitate"*.

În condițiile unor piețe deschise, cu comerț liber și mișcări libere de capital, este necesară practicarea unor cursuri de schimb libere, pentru a asigura autonomia monetară. Invers, dacă se abdică de la autonomia politicii monetare, este necesar a se menține cursuri de schimb fixe. Deși, potrivit unor autori, calea Europei pentru a menține imposibila trinitate a fost și este derularea unor procese lente, care s-au manifestat de-a lungul unei perioade de 40-50 de ani, totuși, și în contextul uniunii monetare se vor manifesta ca element–cheie, practicarea unor cursuri fixe irevocabile și lipsa de autonomie a politicii monetare la nivelul țărilor membre. Schema următoare evidențiază „imposibila trinitate" în cadrul zonei euro și manifestarea cursurilor de schimb fixe concomitent cu un grad sporit de autonomie a politicii monetare în relațiile Uniunii Europene cu restul lumii.

Uniunea Europeană/zona Euro



6.3 Uniunea Monetară Europeană

O primă încercare privind stabilirea paşilor ce urmau a fi parcurşi pentru crearea *Uniunii Monetare Europene* este concretizată în Raportul Delors. În esență, raportul a fixat trei etape importante pentru atingerea acestui deziderat, şi anume:

- *o primă etapă* a avut ca obiectiv atât creşterea performanțelor economice şi monetare în cadrul instituțional existent şi unificarea pieţelor financiare, cât şi intensificarea coordonării politicilor monetare de către băncile centrale naționale;
- *a doua etapă* a fost consacrată realizării convergenței politicilor economice şi monetare prin crearea SEBC, format din Banca Centrală Europeană (BCE) şi din băncile centrale naționale;
- *a treia etapă* viza transferarea competențelor în domeniul politicii monetare de la băncile centrale naționale către SEBC, stabilirea irevocabilă a parităților şi crearea monedei unice.

6.3.1 Crearea Uniunii Monetare Europene. Tratatul de la Maastricht

Strategia privind atingerea stadiului de uniune monetară prevăzută prin tratatul de la Maastricht a stabilit *obiectivele, etapele şi criteriile* pe care trebuie să le îndeplinească țările care doresc să acceadă la moneda unică.

a. **Obiective.** Acestea au vizat, în principal, următoarele:

- diminuarea volatilității cursurilor de schimb, având ca efect o alocare mai eficientă a resurselor financiare în cadrul Uniunii Europene;
- scăderea anticipată a inflației şi a ratelor de dobândă;
- consolidarea stabilității monetare internaționale, apreciindu-se că dolarul şi moneda unică europeană vor intra în competiție, urmând ca cea mai stabilă dintre ele să fie preferată în tranzacțiile internaționale;
- reducerea, prin introducerea monedei unice, a costurilor de tranzacționare generate de conversia monedelor naționale sau de acoperirea riscurilor de curs de schimb etc.

b. Pentru atingerea acestor obiective s-a prevăzut realizarea uniunii monetare în **trei etape.**

Prima etapă (iulie '90 – 31 dec.'93) a fost consacrată:

- liberalizării fluxurilor de capital şi renunţării la controlul schimburilor valutare;
- diversificării mijloacelor destinate atenuării dezechilibrelor dintre ţările europene prin utilizarea fondurilor structurale;
- realizării convergenţei economice prin intermediul supravegherii multilaterale a politicilor economice ale ţărilor membre.

În cadrul celei de-**a doua etape** (1 ian. 1994 – 31 dec. 1998) s-a urmărit:

- transformarea FECOM în Institutul Monetar European (IME), precursorul viitoarei BCE;
- asigurarea şi consolidarea independenţei băncilor centrale naţionale;
- emiterea de reglementări privind reducerea deficitelor bugetare.

A treia etapă şi ultima (1 ianuarie 1999) a reprezentat faza finală în realizarea uniunii monetare, la care pot adera numai ţările membre care îndeplinesc şi respectă în integritatea lor anumite criterii de convergenţă. Această etapă a debutat cu:

- fixarea irevocabilă a paritãţilor dintre monedele naţionale şi introducerea monedei euro, adoptată oficial la acea dată de către 11 dintre ţările membre ale UE;
- înlocuirea IME cu BCE, aceasta din urmă devenind responsabilă pentru politica monetară a zonei euro;
- moneda euro devine singura monedă care se va utiliza în tranzacţiile comerciale şi financiare din cadrul uniunii monetare.

c. Criterii de convergenţă nominală şi reală

Pentru realizarea *convergenţei nominale* s-a urmărit îndeplinirea criteriilor monetare şi fiscale stabilite prin Tratatul de la Maastricht.

Criterii monetare

- *Stabilitatea preţurilor* reprezintă criteriul esenţial de convergenţă nominală şi condiţia obligatorie pentru accederea unei ţări la uniunea monetară, fiind, de fapt, identic cu obiectul fundamental al politicii monetare a SEBC. Importanţa acestui criteriu decurge din dorinţa ca uniunea monetară să-şi fixeze stabilitatea preţurilor ca obiectiv central, iar ţările care aspiră să urmărească îndeplinirea lui. Aşa cum am menţionat,

Germania a fost țara cu cea mai mare stabilitate a prețurilor, iar DM a reprezentat moneda centrală a SME. Drept urmare, intrarea în uniunea monetară a fost condiționată de un nivel redus al inflației, pentru a se evita riscurile de pierdere a competitivității. Din aceste considerente s-a stabilit ca *inflația* din țara care dorește să acceadă la zona euro să nu depășească cu mai mult de 1,5 puncte procentuale media ratelor de inflație din cele mai performante trei țări din Uniune și care înregistrează cele mai stabile prețuri.

- *Stabilitatea cursurilor de schimb*

Mecanismul *cursului de schimb multilateral*, după cum am prezentat, a fost adoptat inițial (1979) pentru funcționarea SME. Potrivit acestui mecanism, fiecare monedă participantă avea stabilite paritățiți centrale în raport cu celelalte monede din coșul ECU și putea fluctua într-o bandă de ± 2,25%, majorată în 1993 la ± 15%.

Odată cu adoptarea EURO (1 ian. 1999), acest mecanism multilateral al cursurilor de schimb a fost înlocuit cu unul *bilateral*. În acest caz, fiecare monedă națională are fixată o paritate centrală în raport cu EURO, banda de fluctuație rămânând aceeași (±15%). Dacă pe piața valutară apar tensiuni, intervine BCE acordând sprijin financiar băncilor centrale naționale pentru încadrarea cursului în limitele de fluctuație.

Pentru îndeplinirea acestui criteriu, este necesară *participarea obligatorie* a fiecărei țări la acest mecanism pe o perioadă de cel puțin doi ani înainte de adoptarea monedei euro și presupune atât menținerea paritățiți centrale (fiind exclusă în această perioadă devalorizarea monedei proprii în raport cu euro), cât și a intervalului de fluctuație de ± 15% (nefiind exclusă posibilitatea stabilirii unor marje mai mici de fluctuare).

Ca și în cazul stabilității prețurilor, *îndeplinirea acestui criteriu* este esențială deoarece probează capacitatea fiecărei țări de a face față șocurilor interne și externe fără a utiliza devalorizarea propriei monede ca mijloc de ajustare. În plus, regulile uniunii monetare nu permit ca o țară să acceadă la aceasta cu o monedă devalorizată întrucât acest lucru ar echivala cu avantaje din punct de vedere al competitivității. În sfârșit, un alt argument este și faptul că obligă țările în cauză să exercite un control strict asupra inflației pentru a-și păstra competitivitatea.

- *Convergența ratelor de dobândă*

Potrivit acestui criteriu de *convergență*, rata dobânzii nominale medii pe termen lung nu trebuie să depășească cu mai mult de două puncte procentuale media ratelor dobânzilor din cele mai performante trei țări din acest punct de vedere.

Acest criteriu trebuie analizat ținând seama atât de rata dobânzii pe termen lung (stabilită pe piață prin cerere și ofertă), cât și de rata anticipată a

inflației, de care sunt, de altfel, interesați investitorii. Drept urmare, dacă investitorii din două țări acceptă aceeași rată reală a dobânzii (componentă, alături de rata anticipată a inflației, a ratei nominale a dobânzii), atunci diferența dintre dobânzi reprezintă rata anticipată a inflației. Altfel spus, îndeplinirea acestui criteriu reprezintă, de fapt, *convergența ratelor anticipate ale inflației*, în condițiile în care este ignorată *prima de risc*. Deci, țara care dorește să intre în zona euro trebuie să minimizeze expectațiile inflaționiste prin *politici monetare* și *fiscale viabile*.

Criterii fiscale

Aceste criterii presupun o politică fiscală sănătoasă, astfel încât deficitul bugetar să nu depășească 3% din PIB, iar datoria publică să nu fie mai mare de 60% din PIB. Și aceste două criterii sunt legate de nivelul ratei inflației. Astfel, o țară cu deficit bugetar în creștere trebuie să-l finanțeze, deci să se împrumute de la intern sau extern. La rambursare trebuie să dispună de suficiente resurse financiare, în caz contrar datoria crește și, mai mult, odată cu ea și tranșele anuale de rambursare. Dacă rata inflației este mare, atunci și rata dobânzilor va fi la fel, ducând în final la o creștere a serviciului datoriei, care poate antrena la rându-i presiuni inflaționiste majore.

În afara acestui proces de convergență nominală, care trebuie să fie **durabil** și **sustenabil**, tratatul de la Maastricht stipulează și un set de criterii de convergență reală, dar care nu reprezintă condiție pentru accederea la zona euro. Aceste criterii se referă în principal la:

- gradul de deschidere al economiei, exprimat prin ponderea exporturilor și importurilor în PIB;
- ponderea comerțului bilateral cu țările membre ale UE în total comerț exterior al unei țări;
- structura economiei, exprimată prin ponderea pe care o au sectoarele cele mai importante în crearea PIB (industrie, servicii, agricultură etc.);
- nivelul PIB/locuitor, care reprezintă și cel mai important criteriu, exprimat prin cursul nominal sau prin paritatea puterii de cumpărare.

Îndeplinirea de către România a criteriilor de convergență nominală este prezentată în tabelul 6.2.

Indicatori de convergență nominală
România

Tabelul 6.2

Indicatori	Criteriile de la Maastricht	2006	2007	2008
Rata inflației IAPC (procente medii anuale)	Cel mult 1,5 puncte procentuale peste media celor mai bune trei țări (3,2%)	6,6%	4,9%	6,3%
Deficitul bugetar (% în PIB)	Max. 3%	2,2%	2,5%	5,4%
Datorii publice (% în PIB)	Sub 60%	12,4%	13%	21%
Curs de schimb RON/EURO	± 15%	2,6%	5,4%	-10,3%
Rate ale dobânzii pe termen lung	Cel mult două puncte procentuale peste media celor mai bune trei țări	7,25	7,1%	7,15

Sursa: BNR, Raport asupra stabilității financiare, 2008

În ceea ce privește criteriile de convergență reală, evoluția PIB/locuitor, exprimată conform **standardului puterii de cumpărare,** a înregistrat o creștere de până la 10000 €/locuitor, reprezentând 40% din media UE-15. Creșterea ponderii serviciilor și construcțiilor în PIB, la nivelul anilor 2007 și 2008, arată o convergență a structurii sectoriale a economiei. La nivelul aceluiași an, gradul de deschidere al economiei a fost de 75%, UE fiind principalul partener comercial al României cu o pondere de 65% în totalul comerțului exterior.

Participarea României la ERM II *(exchange rate mechanism)* este prevăzută pentru anul 2012, întrucât până în acel moment vor fi necesare o serie de pregătiri referitoare la consolidarea pieței financiare pe termen lung, stabilitatea relativă a cursului de schimb, finalizarea reformelor, atingerea unor rate ale inflației sustenabile.

De asemenea, analiza tuturor țărilor candidate la UME evidențiază o depreciere a indicatorilor de convergență pentru anul 2008, după cum rezultă din tabelul 6.3.

Indicatori de convergență

Tabelul 6.3

Stabilitatea prețurilor (IAPC)			Finanțe publice		Curs de schimb		Rata dobânzii pe termen lung
			Deficit bugetar	Datorie publică	ERM II	Curs față de EURO	
Bulgaria	2007	7,6%	3,4	18,2%	NU	Date nedisponibile	4,5%
	2008	9,4%	3,2	14,1%			4,7%
Cehia	2007	3%	-1,6	28,7%	NU	2%	4,3%
	2008	4,4%	-1,4	28,1%		8,4%	4,5%
Estonia	2007	6,7%	2,8	3,4%	DA	Date nedisponibile	
	2008	8,3%	0,4	3,4%			
Letonia	2007	10,1%	0,0	9,7%	DA	0,4%	5,3%
	2008	12,3%	-1,1	10%			5,4%
Lituania	2007	5,8%	-1,2	17,3%	DA	Date nedisponibile	4,5%
	2008	7,4%	-1,7	17%			4,6%
Ungaria	2007	7,9%	-5,5	66%	NU	4,9%	6,7%
	2008	7,5%	-4,0	66,5%		-2,7%	6,9%
Polonia	2007	2,6%	-2	45,2%	NU	2,9%	5,5%
	2008	3,2%	-2,5	44,5%		6,3%	5,7%
România	2007	4,9%	-2,5	13%	NU	5,4%	7,1%
	2008	6,3%	-2,9	21%		-10,3%	7,1%
Slovacia	2007	1,9%	-2,2	29,4%	DA	9,3%	4,5%
	2008	2,2%	-2	29,2%		2,5%	4,5%

Sursa: BCE, *Raport asupra stabilității,* 2008

6.3.2 Moneda EURO. Beneficii și utilizări

EURO a fost lansată la 1 ianuarie 1999, devenind moneda oficială a 11 țări membre ale UE (în prezent numărul țărilor ajungând la 16). Simbolul monedei euro a fost inspirat de litera grecească epsilon (€), o referință la leagănul civilizației europene, reprezentând și prima literă a cuvântului Europa, iar cele două linii paralele semnifică stabilitatea monedei unice.

EURO a înlocuit monedele naționale în două etape:

- inițial a fost folosit atât pentru denominarea instrumentelor de plată și a transferurilor bancare, cât și pentru efectuarea de plăți electronice, în timp ce monedele naționale erau utilizate pentru plăți în numerar;
- de la 1 ianuarie 2002 s-au introdus în circulație bancnotele și monedele euro.

6.3.2.1 Beneficiile monedei EURO

Comparativ cu monedele naționale pe care le-a înlocuit, moneda euro a eliminat atât riscurile generate de variațiile cursurilor de schimb, cât și costurile de tranzacționare. Eliminând aceste riscuri EURO a contribuit la o mai bună cooperare pentru o monedă mai stabilă și pentru o situație economică de care să beneficieze toate țările membre ale UE.

1. Beneficii pentru companii:

- oportunități mai mari pentru realizarea de investiții pe termen lung. Acest avantaj decurge din faptul că rata inflației este mult scăzută în zona euro și, prin urmare, și ratele de dobândă la care se pot împrumuta companiile sunt mult mai mici. În plus, stabilitatea ratei inflației și, implicit, a celor de dobândă reduce la maximum incertitudinile în mediul economic, facilitând astfel investițiile. Acest lucru generează mai multe produse și servicii, precum și o productivitate mai mare, antrenând creșterea economică și crearea de noi locuri de muncă;
- stimularea și, pe această bază, expansiunea comerțului în zona euro. Înainte de introducerea monedei EURO, comerțul între țările membre ale UE implica mai multe monede naționale care aveau cursuri de schimb fluctuante. Pentru a reduce riscul tranzacționării în aceste condiții, companiile vindeau la un preț mai ridicat în străinătate, descurajând comerțul. În prezent, acest risc a dispărut și ca urmare piața de desfacere s-a mărit considerabil, companiile putând încheia contracte cu noii producători, care oferă bunuri și servicii la prețuri mai scăzute;
- o mai bună integrare a piețelor financiare, sporind astfel eficiența în plasarea fondurilor pe piața de capital. Eliminarea riscului de curs de schimb și armonizarea reglementărilor piețelor financiare au facilitat o mai bună circulație a capitalurilor disponibile și, deci, o eficiență crescută în plasarea fondurilor. În plus, dimensiunea pieței financiare din zona euro atrage mai multe fonduri pentru investiții, permițându-le investitorilor să-și disperseze riscurile într-o măsură mult mai mare;
- intensificarea comerțului internațional. Companiile din zona euro sunt stimulate să importe și să exporte bunuri și servicii din și în celelalte țări ale lumii, plătind și fiind plătite în euro, eliminând astfel riscul de pierdere datorat fluctuațiilor de curs de schimb. De

asemenea, şi companiile din ţările din afara zonei euro sunt interesate să deruleze tranzacţii comerciale cu ţările din zona euro, deoarece beneficiază de o piaţă mare în care se utilizează o singură monedă.

2. Beneficii pentru populaţie:

- preţuri mai stabile. Euro a adus inflaţia la un nivel scăzut şi o relativă stabilitate a preţurilor. Inflaţia în unele ţări membre ale UE a scăzut pe măsură ce acestea au început să se pregătească pentru introducerea monedei euro. Stabilitatea preţurilor conservă puterea de cumpărare şi nivelul economiilor populaţiei. Deci, o inflaţie scăzută şi stabilă aduce beneficii tuturor consumatorilor;
- o piaţă mult mai competitivă. Comparând preţurile bunurilor şi serviciilor din cadrul zonei euro, populaţia are posibilitatea să le achiziţioneze pe cele cu preţuri mai scăzute. Este stimulată, astfel, concurenţa dintre producători, preţurile bunurilor şi serviciilor fiind menţinute la un nivel scăzut;
- dobânzi mai mici la creditele contractate, pe fondul unei rate a inflaţiei redusă, debitorii având capacitatea să ramburseze la termen costurile aferente acestora;
- mai multe locuri de muncă. Deoarece nu mai există riscul de curs de schimb şi nu mai trebuie să plătească comisioane la operaţiunile de schimb valutar, companiile sunt stimulate să-şi dezvolte afacerile într-o altă ţară din zona euro. Sunt stimulate, astfel, investiţiile şi pe această bază crearea de noi locuri de muncă.

3. Beneficii pentru economiile ţărilor membre ale UE

Inflaţia redusă şi stabilă face ca împrumuturile guvernamentale să fie mai ieftine. Plata unor dobânzi mai scăzute la datoria publică deblochează banii pe care guvernele îi pot folosi pentru serviciile publice sau pentru reducerea impozitelor, cu efecte benefice pentru contribuabili.

Guvernele ţărilor din zona euro nu apelează la împrumuturi excesive care să afecteze negativ viitoarele generaţii de contribuabili, ele fiind obligate să respecte criteriile de la Maastricht, respectiv să nu înregistreze un deficit bugetar mai mare de 3% din PIB şi o datorie publică mai mare de 60% din PIB. Îmbunătăţirea previziunilor privind veniturile şi cheltuielile bugetare, pe de o parte, şi creşterea capacităţii de a face faţă şocurilor

externe, pe de altă parte, au efecte benefice asupra stabilității și creșterii economice din zona euro.

4. Beneficii determinate de creșterea gradului de integrare a piețelor financiare

Beneficiile rezultate în urma integrării piețelor financiare se concretizează într-o mai eficientă alocare a capitalurilor disponibile datorită diversificării oportunităților de investiții și a creșterii concurenței și competiției între investitori. Adoptarea euro a reprezentat un pas important pentru integrarea piețelor financiare și crearea premiselor pentru o piață financiară unică. A eliminat costurile generate de operațiunile de schimb valutar și a determinat expansiunea rapidă și integrarea piețelor monetare și de capital. De asemenea, moneda euro a dus la creșterea depozitelor bancare, la convergența randamentelor titlurilor de stat și a ratelor de dobândă pentru împrumuturile acordate de către instituțiile de credit companiilor și populației.

Acest proces de adâncire a integrării piețelor financiare a antrenat multiple beneficii pentru companii și populație, și anume: randamente sporite pentru fondurile investite și accesul la împrumuturi cu costuri scăzute; o mai bună circulație a capitalurilor, ca efect al reducerii cheltuielilor cu comisioanele bancare; stimularea creșterii economice și crearea de noi locuri de muncă, ca efect al sporirii gradului de intermediere bancară etc.

5. Beneficii ce decurg din rolul euro ca monedă internațională

Zona euro reprezintă o piață atractivă pentru celelalte țări, fiind o importantă putere comercială, cu o economie deschisă și o monedă stabilă. Astfel, statele terțe sunt încurajate să deruleze tranzacții comerciale și financiare denominate în euro.

Totodată, euro este și o monedă atractivă pentru guvernele celorlalte țări, ca activ de rezervă, datorită stabilității și încrederii pe care o generează. Acestea pot diversifica riscurile privind rezervele în monedă străină, păstrând euro, precum și dolari americani și alte monede. Drept urmare, zona euro este avantajată pentru că o creștere a rezervelor valutare exprimate în euro și, deci, o cerere mai mare pentru euro stimulează țările terțe să-și exprime prețurile la export în euro, eliminându-se astfel costurile legate de operațiunile de schimb valutar.

De asemenea, cererea tot mai mare pentru euro este consecința reducerii costurilor împrumuturilor guvernamentale din zona euro, existând

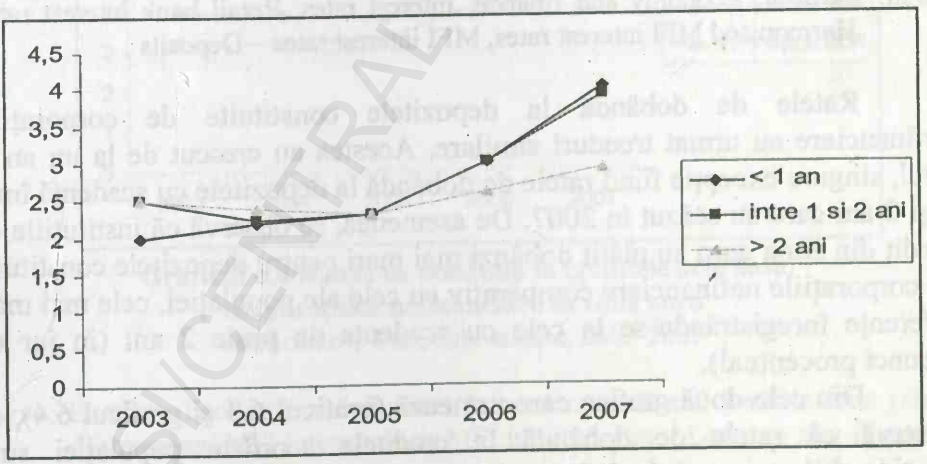
o concurență mai mare între cei care acceptă moneda unică pentru plata datoriilor.

În sfârșit, instituțiile financiare internaționale, precum FMI, Banca Mondială, abordează economia euro ca un întreg datorită stabilității monedei unice, dimensiunii acesteia din punct de vedere comercial și coordonării politicilor economice și monetare. Toate aceste aspecte demonstrează că economia zonei euro are un impact puternic asupra celei mondiale.

6.3.2.2 Utilizările monedei EURO

1. Utilizările euro pe piața bancară

Nivelul ratelor de dobândă pe piața bancară este influențat în bună măsură de cel aferent ratelor de dobândă stabilite de BCE, precum și de anticipațiile viitoare. De asemenea, ratele de dobândă fixate de BCE influențează și nivelul ratelor de dobândă pe segmentul de retail și corporate. În graficele următoare (graficul 6.1 și graficul 6.2) este prezentată evoluția ratelor de dobândă la depozitele constituite de populația și companiile din zona euro.



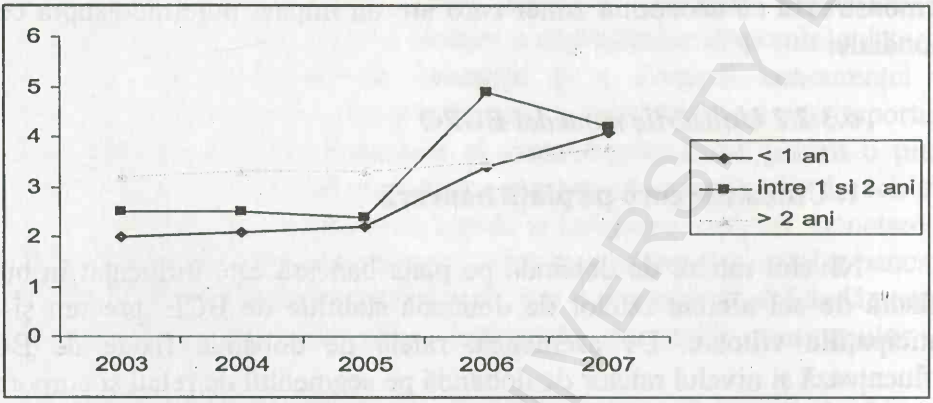
Graficul 6.1 Ratele de dobândă la depozitele constituite de populație în zona euro

(maturitate <1 an, între 1 și 2 și >2 ani), date anuale, 2003-2007

Sursa: Eurostat, Economy and finance, Interest rates, Retail bank interest rates, Harmonised MFI interest rates, MFI interest rates – Deposits

BCU MUSICENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

Ratele de dobândă la depozitele constituite de populație pentru maturitățile cuprinse în analiză nu prezintă trenduri asemănătoare. În timp ce ratele la depozitele cu scadență mai mică de 1 an au crescut, situația este diferită pentru ratele la depozitele cu maturitate de peste 1 an, acestea scăzând în 2004 şi 2005, dar şi-au schimbat tendința începând cu 2006. În anul 2007 s-au înregistrat cele mai mari rate de dobândă din ultimii 5 ani.

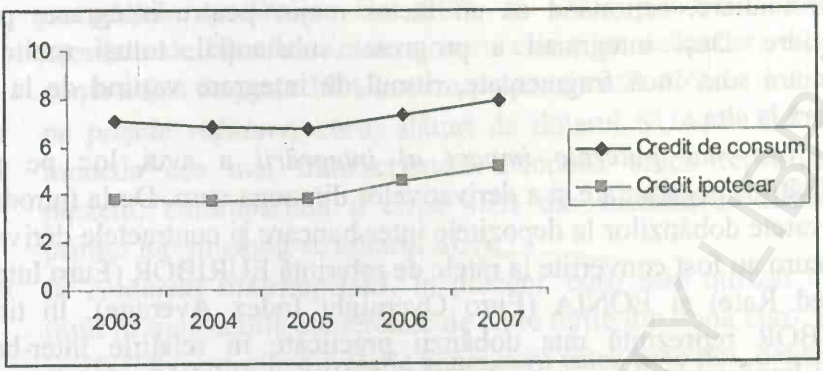


Graficul 6.2 Ratele de dobândă la depozitele constituite de corporațiile nefinanciare în zona euro
(maturitate <1 an, între 1 şi 2 ani şi >2 ani), date anuale, 2003-2007

Sursa: Eurostat, Economy and finance, Interest rates, Retail bank interest rates, Harmonised MFI interest rates, MFI interest rates – Deposits

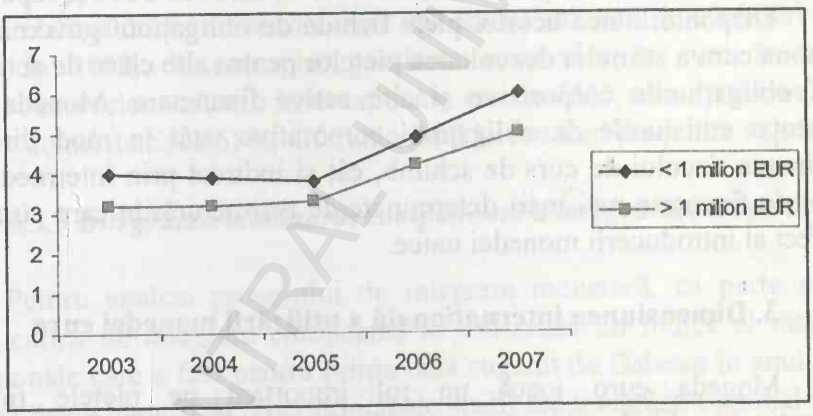
Ratele de dobândă la depozitele constituite de corporațiile nefinanciare au urmat trenduri similare. Acestea au crescut de la un an la altul, singura excepție fiind ratele de dobândă la depozitele cu scadență între 1 şi 2 ani care au scăzut în 2007. De asemenea, se observă că instituțiile de credit din zona euro au plătit dobânzi mai mari pentru depozitele constituite de corporațiile nefinanciare comparativ cu cele ale populației, cele mai mari diferențe înregistrându-se la cele cu scadența de peste 2 ani (în jur de 1 punct procentual).

Din cele două grafice care urmează (graficul 6.3 şi graficul 6.4), se observă că ratele de dobândă la creditele acordate populației sunt considerabil mai mari decât la creditele acordate corporațiilor nefinanciare. Populația a plătit cele mai mari rate de dobândă în 2003, 2006 şi 2007. Ratele de dobândă cerute corporațiilor nefinanciare au fost aproape identice în intervalul 2003-2005, din 2006 crescând cu aproape 1 punct procentual.



Graficul 6.3 Ratele de dobândă la creditele acordate populației în zona euro (maturitate <1 an), date anuale, 2003-2007

Sursa: Eurostat, Economy and finance, Interest rates, Retail bank interest rates, Harmonised MFI interest rates, MFI interest rates – Loans to households



Graficul 6.4 Ratele de dobândă la creditele acordate corporațiilor nefinanciare în zona euro
maturitate < 1 an, date anuale, 2003-2007

Sursa: Eurostat, Economy and finance, Interest rates, Retail bank interest rates, Harmonised MFI interest rates, MFI interest rates – Loans to non-financial corporations

2. Utilizările euro pe pieţele financiare

Introducerea monedei unice a eliminat riscul valutar din cadrul fluxurilor de capital intra-europene şi al celor din zona euro. În acest fel, moneda euro a stimulat atât cererea, cât şi oferta de servicii financiare

BCU JOHN CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

transfrontaliere, acționând ca un factor major pentru integrarea piețelor financiare. Deși integrarea a progresat substanțial, totuși multe piețe financiare sunt încă fragmentate, ritmul de integrare variind de la o țară membră la alta.

Cel mai puternic impact al integrării a avut loc pe piețele lichidităților negarantate și a derivativelor din zona euro. De la introducerea euro, ratele dobânzilor la depozitele inter-bancare și contractele derivate din zona euro au fost convertite la ratele de referință EURIBOR (Euro Interbank Offered Rate) și EONIA (Euro Overnight Index Average). În timp ce EURIBOR reprezintă rata dobânzii practicate în relațiile inter-bancare pentru împrumuturile în euro, EONIA definește rata dobânzii la depozitele overnight.

De asemenea, adoptarea euro a dus și la integrarea pieței obligațiunilor guvernamentale, importante atât ca sursă de finanțare, cât și în stabilirea prețurilor de referință pentru alte instrumente financiare. Rezultatul a fost crearea unei piețe de obligațiuni guvernamentale denominate în euro, comparabilă ca mărime cu cele din SUA și Japonia.

Disponibilitatea acestei piețe lichide de obligațiuni guvernamentale din zona euro a stimulat dezvoltarea piețelor pentru alte clase de active, cum ar fi obligațiunile corporative și alte active financiare. Moneda euro a influențat emisiunile de obligațiuni corporative, atât în mod direct prin eliminarea riscului de curs de schimb, cât și indirect prin intermediul unor nevoi de finanțare mai mari determinate de restructurările care au avut loc ca efect al introducerii monedei unice.

3. Dimensiunea internațională a utilizării monedei euro

Moneda euro joacă un rol important pe piețele financiare internaționale, fiind utilizată intens atât de guvernele țărilor terțe, cât și în tranzacțiile comerciale. O serie de factori (dimensiunea economică din zona euro, deschiderea sa comercială, stabilitatea prețurilor etc.) au transformat rapid moneda unică într-una extrem de atractivă, fiind deci folosită pe scară largă:

- ***pe piețele de capital*** în emisiunea de obligațiuni guvernamentale și corporative pe plan internațional, ponderea acestor titluri financiare denominate în euro reprezentând, în prezent, peste 32% la nivel global, comparativ cu cea a dolarului SUA de peste 44%, diferența fiind reprezentată de titluri financiare emise în lire sterline, yeni japonezi și franci elvețieni;

- *pe pieţele creditelor.* De pildă, în 2007 ponderea creditelor acordate de băncile din zona euro clienţilor nebancari din afara zonei a fost de peste 37% în euro şi aproximativ 45% în dolari.
- *pe pieţele valutare,* euro, alături de dolarul SUA, a fost şi este moneda cea mai tranzacţionată. Moneda unică reprezintă, în prezent, contrapartida a circa 40% din tranzacţiile zilnice, pe primul loc situându-se dolarul SUA.
- *în comerţul internaţional.* În prezent, euro este utilizat tot mai mult în tranzacţiile comerciale de către ţările din zona euro. Astfel, în 2007 exporturile din ţările zonei euro către terţe ţări, denominate în euro, au reprezentat 50% din total faţă de 44% cât au reprezentat cele denominate în dolari, iar importurile din aceste ţări în euro au reprezentat 35% din total;
- *ca rezervă valutară şi monedă ancoră.* În prezent, euro este folosit de circa 40 de ţări terţe ca monedă ancoră sau de referinţă în cadrul propriilor lor regimuri de curs de schimb. De asemenea, este utilizat din ce în ce mai mult ca rezervă valutară de către ţări terţe. În 2007, de exemplu, ponderea rezervelor în euro în totalul rezervelor valutare internaţionale era de 26%, cea a rezervelor în dolari de circa 65%, diferenţa fiind în lire sterline şi alte valute.

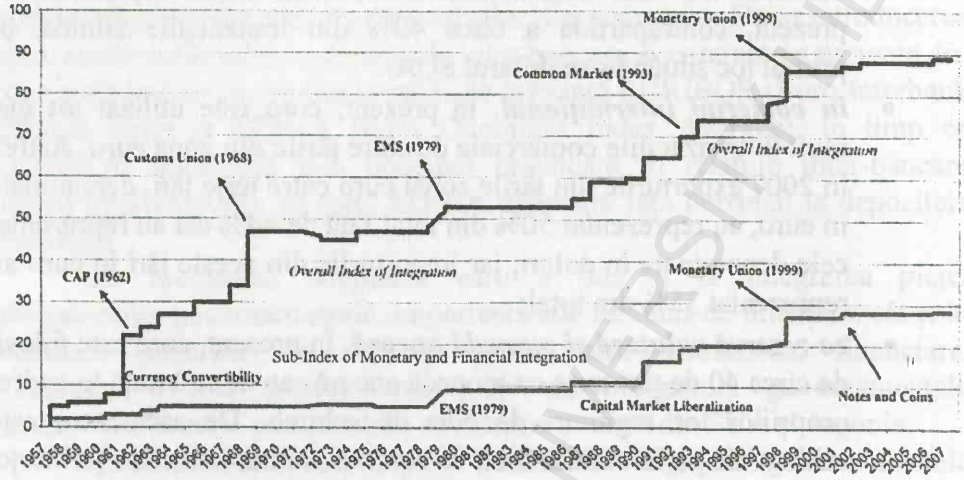
6.3.3 Integrarea monetară, componentă a integrării europene

Pentru analiza procesului de integrare monetară, ca parte a unui proces extins de integrare europeană, se utilizează un indice al integrării instituţionale care a fost pentru prima dată sugerat de Balassa în anul 1961. Acest indice a identificat cinci principale stadii ale integrării regionale de la formarea Zonei de Comerţ Liber (1957–1968) (stagiul 1), urmată de: Uniunea Vamală (în anul 1968–stagiul 2); Piaţa Comună (stagiul 3); Uniunea Economică (stagiul 4); şi Integrarea Economică Totală (stagiul 5).

Indexul integrării este construit prin acordarea de scoruri pentru fiecare din aceste cinci stagii ale integrării. În particular, scorurile de la **0 la 25** sunt atribuite pentru gradul de integrare regională atinsă de-a lungul timpului în cele cinci stagii ale integrării europene.

Prin însumarea scorurilor din fiecare moment (primele două stagii sunt luate în considerare împreună) se obţine un scor final care poate lua valori de la **0 la 100** (acest scor semnificând o integrare totală economică, monetară şi financiară).

Graficul următor (6.5) ilustrează evoluția indexului total și principalii pași spre integrarea totală. Din reprezentarea grafică rezultă că integrarea instituțională a cunoscut ritmuri diferite după cum ilustrează indicele integrării totale și subindicele integrării monetare și financiare.



Graficul 6.5 Indicele integrării instituționale și subindicele integrării monetare și financiare

Sursa: Mangelli F.P., Doruci and Agur I, *What does european integration tell us about trade integration* (2007)

În analiza funcționării actualei UME, reținatenția două abordări, respectiv, pe de o parte, modificările antrenate de moneda unică asupra politicii macroeconomice și asupra volatilității acesteia comparativ cu cea a SUA, și, pe de altă parte, efectele pe termen mediu și lung ale monedei EURO asupra structurii financiare, asupra instituțiilor și performanțelor.

Pentru a argumenta evoluțiile UME, în toate analizele se pornește de la dinamica inflației și de la expectațiile inflaționiste în zona EURO, comparativ cu cele din SUA.

Potrivit informațiilor furnizate de EUROSTAT, dinamica inflației în zona EURO, în perioada 1990-2007, confirmă tendința descrescătoare a acesteia comparativ cu evoluția din SUA. Pe ansamblul zonei EURO, inflația a scăzut într-un ritm mai lent în perioada 1999-2007, comparativ cu 1990-1999, în unele țări precum Irlanda, Olanda și Luxemburg înregistrând chiar majorări (tabelul 6.4)

Nivelul inflației calculate pe baza IAPC în țări membre ale zonei EURO

IAPC: indicele armonizat al prețurilor de consum

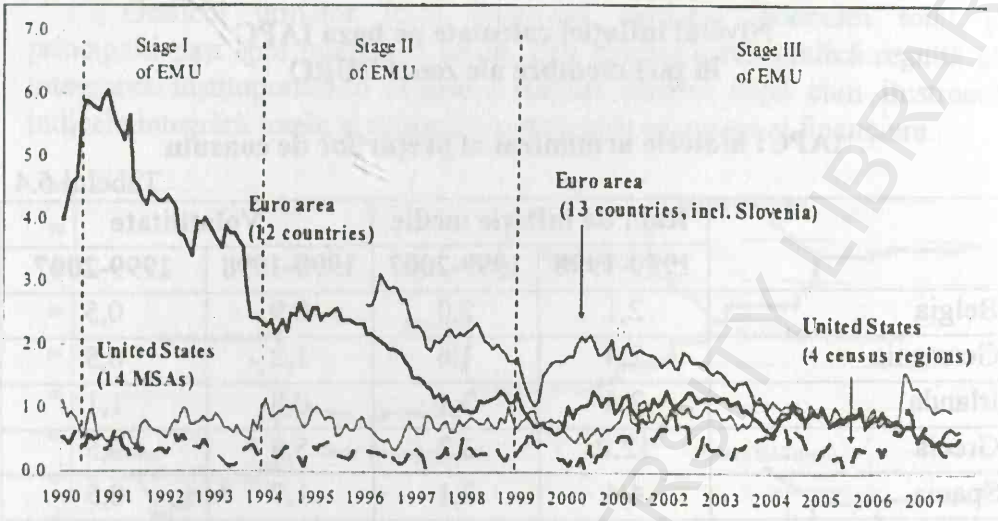
Tabelul 6.4

	Rata de inflație medie		Volatilitate	
	1990-1998	1999-2007	1990-1998	1999-2007
Belgia	2,1	2,0	0,9	0,5
Germania	2,4	1,6	1,2	0,5
Irlanda	2,4	3,4	0,8	1,1
Grecia	12,0	3,2	5,9	0,5
Spania	4,4	3,1	1,7	0,5
Franța	2,1	1,8	0,9	0,5
Italia	4,4	2,3	1,6	0,4
Luxemburg	2,4	2,7	1,1	0,9
Olanda	2,1	2,4	0,6	1,3
Austria	2,3	1,7	1,0	0,5
Portugalia	6,2	2,9	4,1	0,8
Finlanda	2,5	1,6	1,8	0,9
Zona EURO	**3,0**	**2,0**	**1,3**	**0,4**
Deviația standard neponderată	2,8	0,6		
	3,1	2,7	1,1	0,6

Sursa: Eurostat şi Comisia Europeană

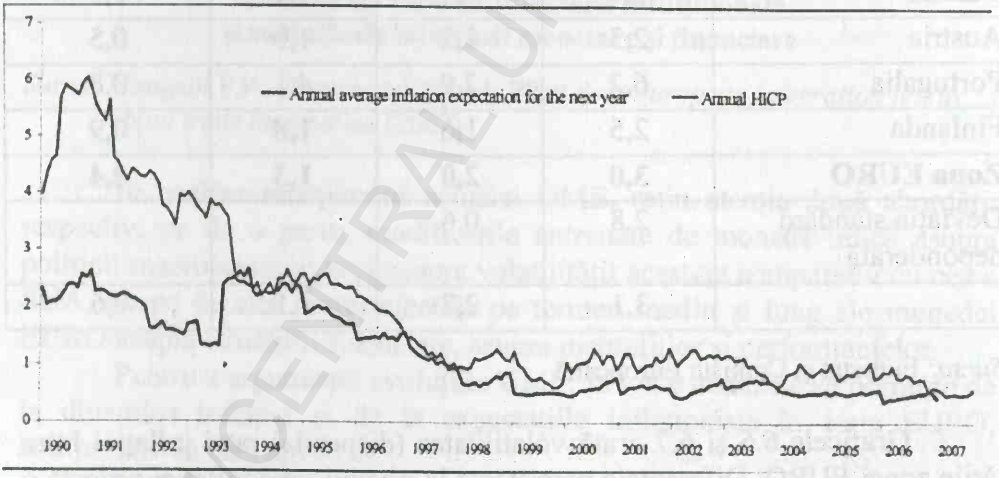
Graficele 6.6 şi 6.7 arată volatilitatea (dispersia) ratei inflației între țările zonei EURO. Diferențele persistente în nivelul ratei inflației reflectă o rigiditate structurală în marea majoritate a cazurilor, după aceasta urmează ajustarea salariilor şi a prețurilor ca urmare a modificărilor în condițiile pieței muncii.

BCU "CAROL I" UNIVERSITY LIBRARY



Graficul 6.6 Dispersia inflației în zona EURO față de SUA

Sursa: Eurostat şi US Bureau of Labour Statistics



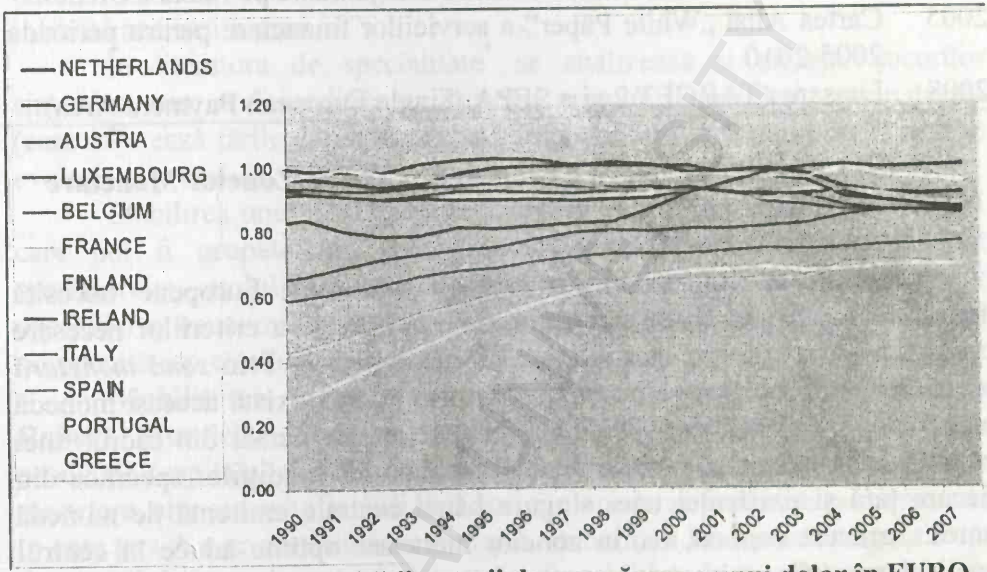
Graficul 6.7 Dispersia expectațiilor inflaționiste şi nivelul anual al IAPC

Sursa: Consensus Economics Forecast owncalculation

O altă modalitate de a analiza inflația pe termen lung este indicele prețurilor calculat pe baza ***puterii de cumpărare*** a unui dolar exprimat în EURO.

Acest indice este propus şi calculat de Banca Mondială împreună cu OECD şi EUROSTAT, importanța unei asemena abordări constând în faptul

că elimină diferențele dintre nivelul prețurilor din diferite țări, ca urmare a procesului de convertire a monedelor. ***Paritatea puterii de cumpărare*** pentru zona EURO arată că, începând cu anul 1999, s-a produs o creștere substanțială a acestui indicator ca urmare a creșterii reale a PIB/locuitor. Deși mai există unele diferențe, totuși, acestea reflectă convergența către un nou echilibru caracterizat prin convergența prețurilor ca urmare a egalizării standardelor de viață.



Graficul 6.8 Valoarea parității puterii de cumpărare a unui dolar în EURO
Sursa: World Bank

Etape ale integrării financiare

1957	Tratatul de la Roma
1958	Restaurarea converitibilității monetare
1960	Directiva care liberalizează anumite fluxuri de capital
1962	Directiva de extindere a fluxurilor de capital
1964	Directiva de liberalizare a instituțiilor de reasigurări
1973	Directiva privind liberalizarea instituțiilor de credit
1976	Directiva privind asigurările directe
1977	Prima Directivă Bancară
1979	Directiva privind condițiile de admitere a titlurilor la bursele de valori
1980	Directiva privind admiterea titlurilor la lista oficială a burselor de valori
1983	Cartea Albă „White Paper" a integrării financiare

1986	Actul Unic European „Single European Act"
1988	Directiva Consiliului Europei cu privire la mişcarea capitalurilor
1989	A doua Directivă Bancară
1992	Tratatul de la Maastricht
1999	Startul Uniunii Monetare Europene şi startul Planului de Acţiune pentru Servicii Financiare (FSAP)
2002	Obligativitatea utilizării pieselor şi bancnotelor EURO în zona Uniunii Monetare; introducerea de aranjamente pe ratele EUREPO
2005	Cartea Albă „White Paper" a serviciilor financiare pentru perioada 2005-2010
2008	Lansarea TARGET 2 şi a SEPA /Single European Payment Area)

6.4 Uniunea Monetară Europeană şi Teoria Zonelor Monetare Optime

Abordarea conceptuală a Uniunii Monetare Europene necesită aducerea în discuţie a **zonelor monetare optime** şi a criteriilor necesare pentru ca un spaţiu monetar să poată fi astfel definit. Prin *zonă monetară optimă* (ZMO) se înţelege o zonă geografică în care există aceeaşi monedă în circulaţie. Diversificarea politică, economică şi socială din cadrul unei zone monetare implică o serie de costuri, datorită condiţiilor specifice din fiecare ţară şi existenţei unei singure bănci centrale emitentă de monedă unică. În acest context, teoria zonelor monetare optime aduce în centrul analizei **şocurile asimetrice**, care afectează unele state sau regiuni din cadrul uniunii şi care antrenează costuri datorită utilizării aceleiaşi monede.

Logica teoriei ZMO susţine că dimensiunea optimă a unei zone, respectiv cea mai bună graniţă pentru un spaţiu monetar, corespunde situaţiei în care costurile şi beneficiile utilizării aceleiaşi monede se compensează reciproc. Principalele probleme ale teoriei ZMO se circumscriu următoarelor aspecte: **care sunt şocurile asimetrice, cum se manifestă efectele acestora şi cum se pot manifesta într-un spaţiu monetar.** De exemplu, un şoc asimetric poate consta într-un deficit al balanţei comerciale a unei ţări, care ar trebui să-şi ieftinească exporturile pentru a creşte competitivitatea produselor sale.

În cazul în care o ţară deţine propria monedă, atunci poate proceda la deprecierea acesteia, situaţie în care cererea mondială pentru produsele ţării respective va creşte, iar situaţia balanţei comerciale se va echilibra. Dacă o ţară este membră a unei ZMO, atunci va trebui să depună eforturi pentru reducerea costurilor de producţie şi, implicit, a salariilor. În caz contrar, cererea mondială pentru produsele ţării analizate va fi tot mai redusă, ceea

ce va antrena o creştere a ratei şomajului şi măsuri legislative cu impact asupra economiei şi salariilor. În concluzie, soluția adoptată va consta în ajustarea cursului real de schimb al monedei țării afectate din cadrul zonei monetare, fapt posibil prin modificări ale prețurilor şi salariilor.

Dacă un şoc asimetric se manifestă între două țări A şi B, atunci ambele țări trebuie să accepte o depreciere reală față de restul lumii, ceea ce înseamnă că pierderea generată de evoluția cursului de schimb în cadrul uniunii monetare nu are consecințe atâta timp cât toate statele membre înfruntă aceleaşi şocuri.

În literatura de specialitate* se analizează şi situația şocurilor simetrice, cum ar fi modificarea bruscă a prețului la petrol şi gaze naturale (care afectează țările exportatoare sau importatoare în funcție de sensul de evoluție al prețului).

Stabilirea unei ZMO se face luând în considerare mai multe criterii care pot fi grupate în clasice şi adiționale. **Criteriile clasice** sunt următoarele: mobilitatea forței de muncă; diversificarea producției; deschiderea economiilor; iar cele **adiționale** sunt: criteriul transferului, al omogenității prețurilor şi al solidarității.

Mobilitatea forței de muncă reprezintă un criteriu propus de **Robert Mundell,** esența acestuia fiind următoarea: dacă factorii de producție (capitalul şi forța de muncă) ar fi *mobili* în interiorul unei zone monetare, atunci costurile utilizării acelei monede ar fi eliminate. În situația în care țara **A** s-ar confrunta cu şomajul, atunci țara **B** ar putea realoca forța de muncă în țara **A**, generând o stare de echilibru la nivelul acesteia. În realitate, în Uniunea Monetară Europeană forța de muncă este caracterizată prin lipsă de mobilitate *transfrontalieră*, datorită diferențelor culturale, lingvistice, barierelor instituționale şi legislative.

Diversificarea producției sau **criteriul lui Kenen** poate fi enunțat astfel: statele care prezintă o structură diversificată şi similară a producției şi a exporturilor formează o zonă monetară optimă. În conformitate cu acest criteriu, dacă producția şi exportul sunt diversificate, atunci un şoc asimetric, generat de schimbarea preferințelor pentru un anumit bun, poate avea consecințe reduse şi poate afecta statele membre în mod similar, fără a fi necesară ajustarea cursurilor de schimb.

Deschiderea economiilor reprezintă criteriul lui McKinnon şi poate fi formulat astfel: statele care au comerț liber şi au schimburi comerciale unele cu altele pot forma o zonă monetară optimă. Întrucât tot mai multe bunuri standard prezintă caracteristici identice, elementul de diferențiere fiind doar țara de origine, rezultă că prețurile lor sunt apropiate sau identice,

* Richard Baldwin, Charles Wyplosz, *Economia integrării europene*, Ed. Economica, 2006

atât în țară cât și în afară. Modificarea cursului de schimb nu poate afecta prețurile relative ale bunurilor naționale și externe.

La aceste criterii clasice se adaugă cele adiționale, a căror formulare poate fi următoarea:

- Statele care sunt de acord să se despăgubească reciproc în caz de șocuri adverse formează o zonă monetară optimă. Acesta este denumit **criteriul transferului**.
- Statele trebuie să dovedească o viziune comună în materie de reacție la șocuri. Acest criteriu este denumit al **omogenității preferințelor**.
- Atunci când politica monetară comună generează conflicte la nivelul interesului național, statele care formează o ZMO trebuie să accepte costurile (**criteriul solidarității**).

Abordările cantitative **privind mobilitatea forței de muncă** din Europa, comparativ cu SUA și Canada evidențiază un nivel mai redus al acesteia, respectiv 4,4% mobilitate transfrontalieră în anii '90, un nivel foarte redus, ceea ce semnifică faptul că UME nu îndeplinește criteriul mobilității forței de muncă.

Pentru **diversificarea producției**, studiile evidențiază un indice al disimilarității comerciale, care arată cum diferă structura comercială a fiecărei țări europene față de cea a Germaniei, folosită drept criteriu de referință. Țări precum Grecia, Olanda, Norvegia prezentau la momentul studiilor o structură total diferită față de cea a Germaniei datorită rolului major al agriculturii, al petrolului și al producției de pește care caracteriza economiile țărilor respective.

Gradul de deschidere al economiei se măsoară prin ponderea medie a exporturilor și importurilor în PIB. Cu cât statele sunt mai mici, cu atât sunt mai deschise. La nivelul anului 2005, cele mai mari grade de deschidere erau deținute de : Belgia (91,7%), Irlanda (85,4%), Olanda (65,3%), iar în 2006, țările centrale și est–europene prezentau grade de deschidere foarte ridicate comparativ cu ale țărilor dezvoltate: Estonia (127%), Slovacia (139%), Cehia (114,76%), Ungaria (110%), Polonia (64,71%).

Pentru evidențierea gradului de deschidere al economiilor se utilizează conceptul „pass-trough" care arată impactul modificării cursului de schimb asupra prețurilor de import: de exemplu, un coeficient al pass-trough de 0,7 arată că deprecierea monedei naționale cu 10% ar putea antrena în următoarele trei luni o creștere a prețurilor de import cu 7%. La nivelul țărilor europene, valorile acestui coeficient s-au situat, în anii

'95-'97, la nivelul de 1,2 în Austria, 0,2 în Belgia, 0,7 în Italia, Finlanda şi Portugalia. Valorile mari ale acestui coeficient arată că, în aceste economii, preţurile erau influenţate de cursul de schimb, fiind astfel îndeplinite criteriile pentru o zonă monetară optimă.

Importanţa teoriei ZMO şi a contribuţiilor autorilor Mundell, McKenon şi Kenen constă în faptul că au trasat principalele caracteristici ale economiilor care au adoptat o singură monedă, şi anume:

- *flexibilitatea preţurilor şi salariilor*; potrivit acestei caracteristici, atunci când preţurile şi salariile sunt flexibile între şi în cadrul ţărilor care utilizează o singură monedă, ajustarea şocurilor posibile se poate realiza prin politici adecvate în domeniul şomajului sau inflaţiei;
- *similaritatea ratelor inflaţiei;* dezechilibrele externe pot creşte prin persistenţa diferenţelor în ratele naţionale ale inflaţiei, care, la rândul lor, provin din diferenţe în: dezvoltarea structurală, piaţa muncii, politici economice şi preferinţe sociale.
- *mobilitatea factorilor de producţie, inclusiv a forţei de muncă* este limitată de ritmul în care sunt generate investiţiile directe într-o ţară şi absorbite de o alta;
- *integrarea pieţelor financiare*; încă din 1962, se aprecia că integrarea financiară poate reduce nevoia de ajustare a ratelor de dobândă. Cu un grad ridicat de integrare financiară, chiar şi modificările modeste în nivelul ratelor de dobândă ar solicita echilibrarea mişcărilor de capital între ţările partenere. Astfel, s-ar reduce diferenţele între ratele de dobândă pe termen lung, uşurând finanţarea dezechilibrelor externe şi contribuind la alocarea eficientă a resurselor. Integrarea financiară nu este un substitut pentru ajustarea permanentă, atunci când este necesară; temporar fluxurile financiare pot induce o amânare a ajustării şi o pot face dificilă mai târziu.
- *integrarea fiscală*. Potrivit acestei caracteristici, ţările care sunt incluse într-un sistem de transferuri supranaţionale redistribuie fonduri către ţările membre afectate de şocuri asimetrice.
- *integrarea politică* este privită ca o condiţie esenţială a utilizării unei singure monede.

Unii economişti (de exemplu, Maes, 2003 şi 2007) au evidenţiat că UME reprezintă elementul-cheie al unui proces de reconciliere şi înţelegere între diferite puncte de vedere asupra politicii economice, suveranităţii statelor şi integrării monetare. Diferenţele între tradiţia republicană şi

centralizarea puterii care au prevalat în Franța, liberalismul și abordarea federalistă din Germania au fost esențiale în procesul integrării europene.

Referitor la teoria ZMO, au fost subliniate și o serie de limite și slăbiciuni, evidențiate în literatura de specialitate astfel:

- în anul 1987, **Robson** arăta că anumite caracteristici ale ZMO prezintă dificultăți în măsurare și sunt ambigue;
- în anul 1994, **Tavlos** sublinia că evaluarea anumitor caracteristici ale economiilor care au adoptat o monedă unică antrenează efecte împotriva altora, aceasta fiind problema *inconcludenței*. Totodată, a evidențiat și problema inconsistenței teoriei ZMO, potrivit căreia economiile mici, care, în general, sunt mai deschise, ar prefera să adopte un curs de schimb fix, chiar în condiții de integrare monetară;
- în anul 1992, în **Raportul Emerson**, se arată că teoria ZMO creează un cadru general de definire optimă a competențelor economice și monetare într-un spațiu dat, însă această teorie nu poate surprinde modificările care au loc în politica economică și monetară.

*
* *

Deși s-au înregistrat progrese semnificative de la introducerea euro, totuși anumite segmente ale pieței financiare sunt încă fragmentate, iar ritmul de creștere al gradului de integrare diferă de la o țară la alta. De exemplu, piața bonurilor de tezaur și cea a certificatelor de trezorerie au rămas mai fragmentate datorită diferențelor legislative și în privința regulamentelor privind plățile și compensările. De asemenea, cooperarea în cadrul acordurilor pentru prevenirea, managementul și soluționarea crizelor va trebui să se intensifice pe măsură ce integrarea financiară din zona euro se va amplifica.

BCU IASI CENTRALA UNIVERSITARA

BIBLIOGRAFIE

1. Aglietta, M. — *Régimes monétaires, monnaie supranationale, monnaie commune, une mise en perspective des problèmes monétaires européens,* Centre d'Études Prospectives et d'Information Internationale, Working Paper 98-4 aprilie
2. Alesina, A. Barro, R. Tenreyro, S. — *Optimum Currency Areas,* NBER Working Paper, no. 9072, June
3. Allen, L. — *Enciclopedia of Money,* New York, Checkmark Books, 2001
4. Andrés, J. Lopes Salido, J. D. Nelson, E. — *Money and the natural rate of interest; structural estimates for the euro area,* Fed of St.Louis, Working Paper, no. 2007 - 005A
5. Angeloni, I. Ehrmann, M. — *Monetary transmission in the euro area: early evidence,* Economic Policy, no.37, ECB Working Paper, no. 240
6. Baldwin, R. — *The euro's trade effects,* ECB Working Paper no. 594, 2006
7. Baldwin, R. Skudelny, F. Taglioni, D. — *Trade Effects of the Euro: Evidence from Sectoral Data,* ECB Working Paper Series, no. 446, 2005
8. Baldwin, R. Wyplosz, Ch. — *Economia integrării europene,* Editura Economică, Bucureşti, 2006
9. Barnett, W. A. Fisher, D. Serletes, A. — *Consumer Theory and Demand for Money,* Journal of Economic Literature, vol.301, no.4, 1992
10. Basno, C. Dardac, N. Floricel, C-tin — *Monedă, credit, bănci,* EDP, Bucureşti, 1999
11. Bezbakh, P. — *Inflation et désinflation,* Editions „La Découverte", Paris, 1990

BCU "MIHAIL KOGĂLNICEANU" UNIVERSITY LIBRARY

12. Borio, C. Hunter, W. C. Kaufman, G. G. Tsatsaronis, K. — *Market discipline across countries and industries,* MIT Press, 2004

13. Boyd, J. H. Levine, R. Smith, B. D. — *Inflation and Financial Market Performance,* oct. 1996, Federal Reserve Bank of Minneapolis Research Department

14. Bramoulle, G. Angey, D. — *Économie monétaire,* Paris, Dalloz, 1998

15. Brana, S. Cazals, M. Kaufmann, P. — *Économie monétaire et financière,* TD, Dunod, Paris, 1999

16. Browne, F. Crown, D. — *Commodity Price, Money and Inflation,* Working Paper Series nr.738/2007

17. Brunner, K. Meltzer, A. H. — *The uses of money; money in the Theory of Exchange Economy,* American Economic Review, no. 61, 1971

18. Cartelier, J. — *La Monnaie,* Éditions Flammarion, 1996, Paris

19. Cerna, S. — *Sistemul monetar şi politica monetară,* Editura Enciclopedică, 1996

20. Chaineau, A. — *La demande d'encaisses réelles,* Cujas, Paris, 1970

21. Chaineau, A. — *Mécanismes et politiques monétaires,* PUF, Paris, 1990

22. Chaineau, A. — *Qu'est-ce que la monnaie?* Economica, Paris, 1993

23. Crozet, Y. — *Inflation ou déflation?* Éditions Nathan, Paris, 1997

24. Dardac, N. Barbu, T. — *Monedă, Bănci, Politici monetare,* EDP, Bucureşti, 2006

25. Davies, G. — *A History of money,* Cardiff, Wales University of Wales Press, 1994

26. De Grauwe, P. — *Economics of Monetary Union,* Oxford University Press, fourth edition, 2005

27. Debelle, G. — *Inflation targeting en practice,* IMF Working Paper, 97/35

BCU IAŞI CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

28. ECB — *Financial Integration in Europe,* report that can be downloaded from: http:/www.ech.int/pub/pdf/other/financialintegratio nineurope200703en.pdf, 2007

29. European Commission — *The EU Economy 2006 Review: Adjustment Dynamics in the Euro Area. Experiences and Challenges,* 2006

30. Ferrando, A. Baele, L. Hoordahl, P. Krylova E. — *Measuring financial integration in the euro area,* ECB, Occasional Paper, no. 14, april 2004

31. Friedman, M. — *Inflation et systèmes monétaires,* Éditions Calmann-Lévy, Paris, 1976

32. Hunter, W. C. Kaufman, G. G. Pomerleano, M. — *Asset Price Bubbles. The implications for monetary, regulatory and international policies,* MIT Press, 2005

33. Jackson, K. — *The Oxford book of money,* Hardback, 1995

34. Kenen, P. — *Economic and Monetary Union in Europe,* Cambridge University Press, Cambridge, 1995

35. Lepage, J. — *Économie monétaire,* Cujas, Collection „Théorie Économique", Paris, 1991

36. Marchal, J. Durand, H. — *Monnaie et crédit,* Cujas, Paris, 1973

37. McKinnon, R. — *Optimum Currency Areas and Key Currencies: Mundell I versus Mundel II,* Journal of Common Market Studies, Vol. 42, No.4, pp.689-715, 2004

38. Mertens, J.E. — *La naissance et le développement de l'étalon or,* PUF, 1994

39. Mishkin, F. — *The Economics of Money. Banking and Financial Markets,* Harper Collins Publishers 1996

40. Mishkin, F. — *Financial Instability and Monetary Policy Risk,* USA 2007 Conference, November, New York

BCU IASI CENTRALA UNIVERSITY LIBRARY

41. Molle, W. *The economics of European Integration: Theory, Practice, Policy,* Ashgate Aldershot, England, 2006

42. Mongelli, F.P. *European economic and monetary integration and the optimum currency area theory,* Economic Papers 302, febr. 2008

43. Mongelli, F.P. Dorrucci, E. Agur, I. *What does European institutional integration tell us about trade integration?* Integration and Trade (IADB), vol.11, no. 26, 2007, pp. 151-200

44. Mourgues, M. *Macroéconomie monétaire,* Economica, Paris, 2000

45. Mundell, R. *Inflation and Real Interest,* Journal of Political Economy, 1963

46. Mundell, R. *Monetary theory, interest, inflation and growth in the world economy,* Journal of Politicial Economy, 1971

47. Nelson, E. *The future of monetary aggregates in monetary policy analysis,* Journal of Monetary Economics, 2003

48. Ottavj, Ch. *Monnaie et financement de l'économie,* Hachette Supérieur, 1995

49. Rose, A. *One money, one market: estimating the effect of common currencies on trade,* Economic Policy, vol.30, 2000

50. Rose, A. *A stable international monetary systems emerges inflation targeting in Bretton Woods:* NBER, Working Paper, nr.12711, 2006

51. Schuler, K. *Tables of modern monetary systems explanation,* www.dollarization.org, 2006

52. Tavlas, G.S. *The New Theory Optimum Currency Areas,* The World Economy, 1993, pp.663-685

53. Taylor, J.B. *Low inflation, deflation and policies for futher price stability,* Bank of Japan, Monetary and Economic Studies, nr.19, 2001

BCU IAȘI/CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

54. Țugui, A. *Inflația. Concepte, teorii și politici economice,* Editura Economică, București, 2000

55. Ullersma, C.A Berk, J.M. Chapple, B. *Money rules,* DNB Working Paper, no. 96, 2006

56. Walsh, C. *Monetary Theory and Policy,* MIT Press, Cambridge, 1998

57. Wyplosz C. *European Monetary Union: The Dark Sides of a Major Success,* Economic Policy, aprilie (46), 2006

BCU IASI/CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

Tipărit la Tipografia A.S.E.

Comanda nr. 64 / 2009

B.C.U. „M. EMINESCU" IAŞI

BCU IASI/CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

BCU IASI/CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

2009/85

27.5

ISBN 978-606-505-252-9

Preț 27,50 lei